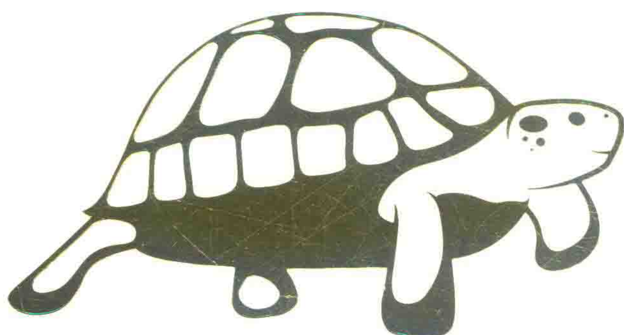
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小乌龟投资智慧

如何在投资中以弱胜强

伍治坚 ◎ 著



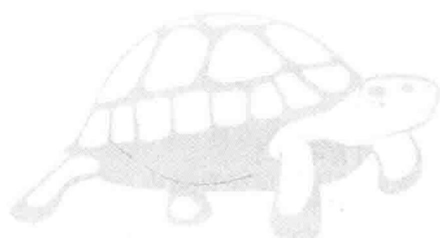
中国工信出版集团
電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小乌龟投资智慧

如何在投资中以弱胜强

伍治坚 ◎ 著



電子工業出版社
Publishing House of Electronics Industry
北京•BEIJING

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。
版权所有，侵权必究。

图书在版编目（CIP）数据

小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强 / 伍治坚著. — 北京：电子工业出版社，2017.2

ISBN 978-7-121-30651-8

Ⅰ. ①小… Ⅱ. ①伍… Ⅲ. ①投资 Ⅳ. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2016）第308381号

责任编辑：刘 伟
印 刷：三河市双峰印刷装订有限公司
装 订：三河市双峰印刷装订有限公司
出版发行：电子工业出版社
北京市海淀区万寿路173信箱 邮编：100036
开 本：720×1000 1/16 印张：15.25 字数：244千字
版 次：2017年2月第1版
印 次：2017年5月第3次印刷
定 价：59.80元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：（010）88254888，88258888。

质量投诉请发邮件至zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

本书咨询联系方式：010-51260888-819，faq@phei.com.cn。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 1

成功的投资需要健全的知识架构

马云说成功靠的是情商，不败靠的是智商。在中国经济进入新常态，人民币日趋国际化的今天，如何才能使家庭财富保值增值？答案其实很直白：财商，财商，财商。然而在 2015 年 11 月份，由标普公司组织的世界理财水平调查结果显示，中国人的理财水平在全球 148 个受访国家中仅位列 97 位。财商的不足让一批又一批的中国个人投资者赚钱的希望石沉大海，最终不得不仰天长叹："为什么难受想哭的总是我？"

研究显示，中国的个人投资者通常存在认识上的三大误区。第一大误区，投资过于集中。最新发布的《中国家庭财富调查报告》显示，在全国家庭的人均财富中，房产净值占比超过六成，而金融资产不足两成。第二大误区，喜欢在股市投机。"北京人玩股票就像织毛衣一样普遍。"法国《解放报》在 2015 年 8 月中国股市"跌跌不休"时如此评论到。第三大误区，钱放银行最保险。很多人觉得投资套路太深，不愿意学习、不愿意摸索，更不愿意去尝试，却最愿意把钱存在银行。面对通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀带来的财富缩水，不少国人想说的是："我的内心几乎是崩溃的。"

的确，我们多么期待能有一本让广大个人投资者喜闻乐见的，"有情怀、有节操"的投资智慧书。《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》就是这样的一本书，作者伍治坚先生本科毕业于复旦大学管理学院，同时拥有新加坡国立大学商学院的硕士学位。作为特许金融分析师（CFA），他有着多年的资产管理经验以及对行业的深刻洞悉。伍治坚先生将自己对投资的理解在此书中一一呈现给读者，希望用自己的"小乌龟投资智慧"帮助国人更好地去投资理财。

纵观本书，有两大特色深入人心。

第一大特色，是由浅入深。作者用通俗易懂的语言解释了一个个深奥的理论：从投资者易犯的错误，到投资者需要知道的理论；从各类资产的介绍，到资产配置的组合，用了大量的案例与数据佐证，说得清楚明白，使读者洞若观火，非常符合证据主义的投资哲学。有的人写得出道理，翻开文章却艰涩难懂；有的人文采飞扬，仔细读来却内容空泛，而此书兼具两者的特色，自翻开扉页起，便让人欲罢不能，读完酣畅淋漓。自己在投资过程中到底哪里出了问题？要不要择时而入？在中国这个市场到底应该用怎样的投资策略？在资产配置中应该从哪个角度切入思考？想必读完这本书之后读者的心中都会有自己的一个答案。

第二大特色，是国际视野。作者本人的经历能够站在全球的视角帮助解决国内投资者的现有问题。信息面窄，对投资方式了解程度的匮乏是很多个人投资者的痛点，作者将股票、债券、基金、大宗商品、对冲基金的投资历史、原因、回报与风险娓娓道来，对海外资产的配置也有翔实的叙述，甚至具体说明了如何在海外投资的实务指南，可谓"一书在手，天下我有"。对国内的个人投资者来说，通过阅读此书可以对海外资产配置有一个较为清晰的认识，有益于在全球范围内优化自己的资产配置，获得更稳健与高额的回报。

相对于机构投资者这些奔跑速度很快的"老司机大白兔"，很多国内的个人投资者都是名副其实的"三没有小乌龟"：没有海量实时的信息，没有高超先进的科技，没有丰富老道的经验。但是小乌龟也有大白兔没有的东西，那就是时间。通过神奇的复利，把"现在"嫁给"未来"，个人投资者在长线来看可以获得非常可观的回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书中，作者在二百多页的篇幅中全面地列出了适合中国散户投资者需要的知识架构，旨在告诉大家，每一个人都可以成为一个成功的投资者，只要像聪明小乌龟一样，充分地认识到自己的优势和短板，最终，就能寻找到最适合自己优势和特点的投资方法。

看完《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》全书，浮现在心头的正是巴菲特的名言："成功的投资生涯不需要杰出的智商与非比寻常的经济眼光，或是内线消息，所需要的只是做决策时的健全知识架构，以及有能力避免情绪破坏该架构。"

——马旭飞（香港中文大学商学院终身教授，香港中文大学创业研究中心主任）

二零一六年十一月十一日于吐露港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 2

投资老手学到新东西

作为一名大学商学院的教授，我对自己的投资能力一向充满自信。在我看来，市场上绝大多数的投资类书籍，都和地摊文学差不多，完全达不到我们学术界对于严谨研究文献的要求，最多只能糊弄一下那些炒股大妈。因此当伍治坚一开始向我推荐他写的这本书时，我并没有觉得有什么特别，甚至觉得自己根本不需要看这本书。

但后来我粗粗翻了本书的第 1 章，投资者最容易犯的错误之一：对自己的非理性认识不足之后，开始渐渐被这本书吸引。我发现，原来自己也会经常受书中提到的那些常见的行为学偏见，比如过度自信、锚定偏见和代表性偏差的影响。在我过去的投资经历中，自己会时不时堕入非理性的陷阱，而最要命的是我对这些行为还浑然不觉。

本书接下来的第 2 章，投资者最容易犯的错误之二：对投资成本的重要性认识不足再次让我产生深思。在挑选市场上的基金购买时，我的思路一向是选择那些名气最响、牌子最大，历史业绩最佳的基金经理，我从来没有对于这些基金的收费有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太多的关心。而在本书的第 2 章，治坚用了很多生动的例子，令人信服地证明了投资成本的重要性。事实上对于绝大多数投资者来说，他们最应该做的事情是努力降低投资成本，而不是去寻找什么明星基金经理。

在治坚和大家分享了投资者最容易犯的三个投资错误之后，他在书中向读者们介绍了一些非常重要的金融理论，比如市场有效性理论。市场有效性理论在中国并不很受欢迎，可能主要有两个原因，首先很多人都受“过度自信”的行为学偏见影响，觉得自己有能力战胜市场。其次在大家的传统印象中，中国不像美国，市场有效性不如美国那么强。

在如今中国的金融投资市场，有大约 3,000 多家公募基金，外加 2 万多家私募基金，因此即使中国市场不如美国那么有效，它也可能比大多数人想象中的要更加有效。治坚这本书的这几个理论章节再一次适时地提醒了我们牢记投资经典理论，防止自己堕入“瞎投资”陷阱的重要性。

在接下来的几个章节中，治坚介绍了一些主要大类资产的概念、历史回报和主要风险。最后，治坚将这些不同的资产组合起来，向读者介绍了海外资产配置的逻辑和方法。在我看来，这最后几章循序渐进，条理清晰，并且对于越来越多有兴趣做海外资产配置的朋友提供了非常高的实用价值。如果你有进行海外资产配置的想法，但感觉无从下手，那么这本书就是你的入门读物。

治坚的这本书让我这个投资老手也学到一些新东西，在此恭喜治坚。

——吕文珍【澳大利亚墨尔本大学经济管理学院管理营销系，
李白（James Riady）讲席教授，亚洲经济商务中心主任】

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序3

资深投资人的感悟

作为一个有长期投资经验的投资人，我对投资类的书籍一向没有太大兴趣。市面上大部分的投资类读物都可以归为骗人钱财的“炒股秘籍”，少数一些严肃的读物，对于没有接受过系统金融教育的读者来说不免晦涩难懂，难以下手。

治坚的这些文字，我以前看过一些，当时在阅读时，一直在想这种不分析宏观经济或者行业热点的经济类文章会有什么人有兴趣看，但当我读完这本《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》后，才明白他一直在做的是一种投资者启蒙教育。这是一本给投资新手的简明读物，也值得投资老手花几个小时轻松翻阅后进行反思。

治坚先从分析投资者易犯错误入手，读者在自觉不自觉地对照自己的投资行为后，产生继续往下阅读的兴趣，然后他用大约 20 页的篇幅介绍了市场有效性假设、现代资产组合理论和聪明贝塔理论，帮助读者理解紧接着的各大类资产投资策略，最后以投资中最重要的资产配置作为总结。

我作为一个审计师，一个上市公司前 CFO，一个资深投资者，读完这本书也有颇多感悟，那些投资者易犯的错误正是我曾经犯过或者现在仍在明知故犯的。书中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引用大量的证据表明个人投资者试图通过择时择股等主动投资策略来战胜市场而到头来仍然跑输指数，这很让人绝望但又无法拿出相反的证据进行反驳。我相信很多人和我一样，即使认识到了这个事实，也无法放弃“可是我不一样”那个念头。也许在我们彻底放弃主动投资之前，通过阅读本书获得启发，引入一些资产配置、长线持有、多元分散及再平衡等理念到个人的投资体系，可以提高一点以弱胜强的概率。

——童思侃（资深投资人）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者的话

不管是否愿意，我们每个人都需要为自己和家人做投资和理财规划，因此我们每个人都是投资者。问题在于：在这场投资游戏中，我们个人投资者的胜算有多大？

事实上有大量的因素决定了我们个人投资者在金融投资游戏中处于绝对的弱者地位。和那些职业的金融投资机构相比，个人投资者在自己的本职工作以外能够花在投资研究上的时间和精力有限，我们得到的信息量和处理信息的速度也很难比得上专业机构。在进行投资活动时，绝大部分个人投资者在不经意间被各种金融机构收取了各种明的和暗的服务费用而后知后觉，假以时日这些费用的积累严重影响了我们的投资回报。不管在资金、科技或是市场规则制定方面，我们个人投资者都处于明显的下风。

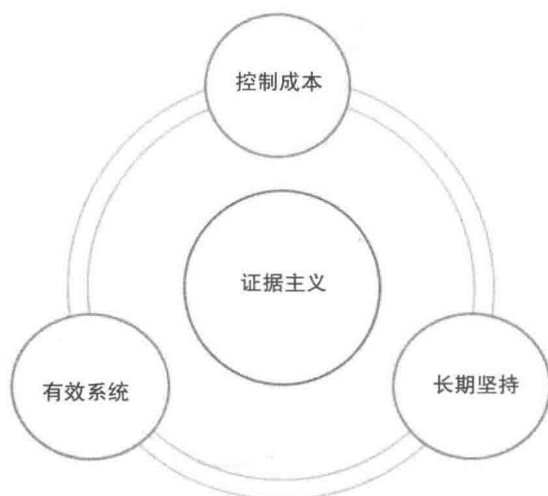
但是这并不意味着我们只能接受任人宰割的命运。美国投资大师巴菲特说过：当一个傻瓜明白自己有多傻之后，他就不会再傻了。在投资这场龟兔赛跑中，我们个人投资者就像那只小乌龟。如果乌龟和兔子硬碰硬，在兔子擅长的优势领域去挑战兔子，那么无疑是自寻死路，但是，一只聪明的小乌龟，会在充分认识到自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的优势和短板的基础上，寻找最适合自己优势和特点的投资方法来增加自己取胜的概率。

这就是我将本书命名为《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》的原因所在。通过本书，我希望和广大读者朋友们分享一些作为一个理性的投资者应该学习的必要知识，通过自我教育和提升来武装自己，帮助自己成为一只聪明的小乌龟，用更智慧的投资方法来增加自己在投资赛跑中取胜的机率。

我提倡的投资哲学，可以用下面这个图表来概括，即以证据主义为中心，坚持 3 个基本原则：有效系统，控制成本和长期坚持。



证据主义的哲学思想古来有之。东汉末年，建安七子之一的徐干在其著作《中论·贵验》中就提出：事莫贵乎有验，言莫弃乎无征。此哲学观从正反两方面强调了事实证据的重要性，即没有什么比证据更加宝贵，没有什么比没有根据的观点更加值得抛弃。

1877 年，英国的哲学家 William.K.Clifford 在他的代表作 *The Ethics of Belief* 中写道：“在证据不足的情况下，不应该在任何地方相信任何事情或者任何人”，可见证据主义是一个贯穿古今和中西的普遍价值观。

基于证据主义哲学观建立的 3 个原则是应对我们投资者最容易犯的 3 大错误的有效武器，这 3 大错误分别是：对自己的非理性认识不足，对投资成本的重要性认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识不足，和对长期坚持的重要性认识不足。在本书的第 1 部分，我会就这 3 大错误做一些比较详细的分析，并且提出相应的解决办法。

然后在本书的第 2 部分，我将着重介绍一些投资者需要理解的重要投资理论。在第 3 部分，我将分析一下不同类型的资产适用的投资方法。在最后一部分，我会把这些知识结合起来，和大家分享如何在实践中对自己的资产进行全球范围的配置。

希望本书可以帮助投资者朋友们以更理性和科学的态度去做出自己的投资决策。同时也欢迎读者朋友们以高标准和严要求来检验本书，随时来信告诉我你们看完书后的反馈和心得。

伍治坚

2016 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反侵权盗版声明

电子工业出版社依法对本作品享有专有出版权。任何未经权利人书面许可，复制、销售或通过信息网络传播本作品的行为；歪曲、篡改、剽窃本作品的行为，均违反《中华人民共和国著作权法》，其行为人应承担相应的民事责任和行政责任，构成犯罪的，将被依法追究刑事责任。

为了维护市场秩序，保护权利人的合法权益，我社将依法查处和打击侵权盗版的单位和个人。欢迎社会各界人士积极举报侵权盗版行为，本社将奖励举报有功人员，并保证举报人的信息不被泄露。

举报电话：（010）88254396；（010）88258888
传　　真：（010）88254397
E-mail：dbqq@phei.com.cn
通信地址：北京市万寿路 173 信箱
　　　　　电子工业出版社总编办公室
邮　　编：100036

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

第 1 部分　投资者最易犯的 3 大错误

第 1 章　错误一：对自己的非理性认识不足 / 003

1.1　投资者的不理性　/ 004
1.2　过度自信（Over confidence）　/ 005
1.3　可利用性偏见（Availability Bias）　/ 008
1.4　处置效应（Disposition effect）　/ 010
1.5　后视镜偏见（Rear-view Mirror Bias）　/ 011
1.6　锚定偏见（Anchoring）　/ 013
1.7　代表性偏差（Representative bias）　/ 014
1.8　克服自己的非理性偏见　/ 015

第 2 章　错误二：对投资成本的重要性认识不足　/ 017

2.1　梅西的老板不好当　/ 018
2.2　基金经理和投资人的关系　/ 020
2.3　基金经理的收费结构　/ 022
2.4　真正的赢家　/ 024

第 3 章　错误三：对长期坚持的重要性认识不足　/ 029

3.1　长期投资回报更加稳定　/ 030
3.2　聪明的投资者放弃择时　/ 033

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3 坚持长期投资的关键：多元分散 / 041
3.3.1 塔木德的智慧 / 041
3.3.2 资产分散 / 042
3.3.3 市场分散 / 045
3.3.4 不可知的不确定风险 / 049
3.3.5 忽视多元分散给投资者带来巨大损失 / 051

第 2 部分 投资者必须了解的投资理论

第 4 章 市场有效性理论 / 055
4.1 什么是市场有效性 / 056
4.2 众人的智慧 / 058
4.3 市场有效性的两条推论 / 059
4.4 有效市场理论的实践应用 / 060

第 5 章 聪明贝塔理论 / 064
5.1 金融领域中的阿尔法和贝塔 / 065
5.2 聪明贝塔 / 068
5.2.1 聪明贝塔的理论基础 / 068
5.2.2 股票回报的风险因子 / 071
5.3 因子指数和因子指数基金 / 075
5.3.1 因子指数 / 076
5.3.2 因子指数基金 / 077
5.3.3 因子指数基金回报 / 077
5.4 对于因子投资的批评 / 079

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3部分 大类资产的投资策略

第6章 股票投资最佳策略 / 083

6.1 弄明白为什么要买股票 / 084

6.2 客观认识自己的选股能力 / 086

6.2.1 投资变赌博的11个典型症状 / 087

6.2.2 交易越多亏损越多 / 088

6.2.3 选股比你想象的难多了 / 089

6.3 通过指数投资股票 / 091

6.4 市值加权指数 / 093

6.5 股票投资总结 / 095

第7章 债券投资策略 / 096

7.1 世界债券市场 / 097

7.2 无风险回报（Risk Free Rate） / 098

7.3 期限溢酬（Term Premium） / 101

7.4 信用利差（Credit Spread） / 103

7.5 通货膨胀 / 105

7.6 多资产组合配置中的公司债券 / 106

7.6.1 反对投资公司债券的理由 / 106

7.6.2 公司债券历史回报分析 / 110

7.7 债券投资总结 / 113

第8章 基金投资策略 / 114

8.1 主动和被动投资 / 115

8.1.1 主动型投资者的投资活动 / 115

8.1.2 主动与被动投资者的异同 / 115

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.1.3 投资者情绪 / 116
8.2 主动型基金面临的挑战 / 119
8.2.1 基金经理之间的零和博弈 / 119
8.2.2 主动型基金收费太高 / 122
8.3 投资基金前一定要明白的基金公司小秘密 / 123
8.3.1 预测的困难之处 / 124
8.3.2 基金公司变成大超市 / 126
8.3.3 策略漂移问题 / 127
8.4 用统计学方法分析基金经理的技能 / 132
8.4.1 确认基金经理水平需要的统计数据 / 132
8.4.2 股神的故事 / 134
8.5 聪明的投资者不选主动型基金 / 139
8.5.1 根据排名选基金靠谱吗 / 139
8.5.2 幸存者偏差问题 / 142
8.5.3 专业机构会选经理吗 / 143
8.6 分级基金 / 144
8.7 如何聪明地选择智能投顾 / 147
8.7.1 什么是智能投顾 / 147
8.7.2 客户经理的价值 / 149
8.7.3 投资组合经理的价值 / 152

第9章 大宗商品投资策略 / 156

9.1 大宗商品简介 / 157
9.2 投资和投机的区别 / 159
9.3 大宗商品不是投资 / 160
9.3.1 大宗商品本身不产生内在回报 / 160

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.3.2 大宗商品的风险溢价几乎为零 / 161
9.4 大宗商品是投资 / 162
9.4.1 大宗商品期货回报更高 / 163
9.4.2 大宗商品期货的风险溢价比较高 / 164
9.4.3 大宗商品抗通胀 / 165
9.5 大宗商品总结 / 166

第 10 章 对冲基金投资 / 168
10.1 为什么要投资对冲基金 / 169
10.1.1 对冲基金历史回报分析 / 169
10.1.2 对冲基金回报指数的缺点 / 171
10.1.3 对冲基金案例 / 172
10.1.4 对冲基金是否提供不相关回报 / 175
10.1.5 大型机构不再投资对冲基金 / 176
10.2 对冲基金策略 / 177
10.2.1 对冲股票策略（Equity Long Short） / 177
10.2.2 期货交易策略（Managed Future/CTA） / 179
10.2.3 相对价值策略（Relative Value） / 179
10.2.4 宏观策略（Macro Strategy） / 180
10.3 投资对冲基金的陷阱 / 181
10.3.1 光环效应 / 181
10.3.2 关门打狗（Gating） / 182
10.3.3 估值中的魔术（Magic in Valuation） / 183
10.3.4 三年后还是条好汉 / 184
10.3.5 欺诈 / 185

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 部分　资产配置策略详解

第 11 章　大类资产的特点和风险 / 189

11.1　现金 / 190

11.2　股票 / 190

11.3　债券 / 192

11.4　防通胀国债（TIPS） / 193

11.5　房地产 / 194

11.6　股票和债券组合 / 196

第 12 章　在全球范围进行资产配置 / 199

12.1　全球资产配置的逻辑 / 200

12.1.1　现金 / 200

12.1.2　国债 / 201

12.2　指数基金（ETF） / 203

12.2.1　指数基金简介 / 203

12.2.2　ETF 的结构 / 205

12.2.3　ETF 和股票的区别 / 207

12.2.4　ETF 和封闭式基金（Close end fund）的区别 / 208

12.2.5　ETF 特许经营商（AP）也有出错的时候 / 208

12.3　筛选指数基金的方法 / 209

12.3.1　五福资本指数基金筛选程序 / 209

12.3.2　如何筛选标准普尔 500 指数 ETF / 210

12.3.3　预扣税的影响 / 212

12.4　多资产全球配置 / 214

12.4.1　根据风险对资产分类 / 214

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.4.2 根据风险进行资产配置 / 215

12.4.3 根据自身来配置的投资策略（五福配置 5 号、10 号和 20 号） / 216

12.5 资产再平衡和现金再投资 / 217

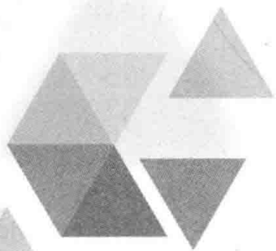
12.5.1 资产配置再平衡 / 217

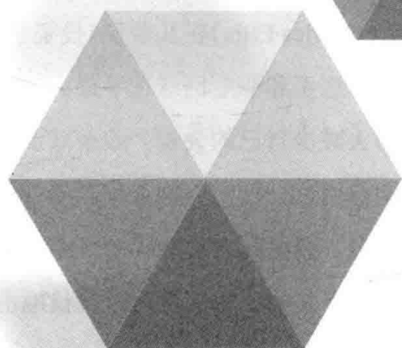
12.5.2 现金再投资 / 219

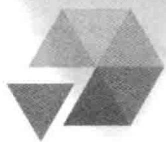
12.5.3 历史回测业绩 / 219

致 谢 / 221

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net







第 1 部分

投资者最易犯的 3 大错误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁大学基金会前主席查尔斯·艾利斯（Charles Ellis）在其著作《投资艺术》（Winning the loser's game）中提到，业余网球选手和职业网球选手最大的区别之一，就在于职业网球手会先尽最大的努力去减少自己的失误。业余球手在每次击球时往往都会用尽自己的全部力气，期望通过一次大力扣杀直接得分，结果反而增加失误。但是职业网球手都深深明白，要提高自己取胜的概率，他应该做的第一件重要的事情就是避免急于求成，而是保证每次把网球稳稳地击回过网，通过长期稳定地表现来赢得比赛。

在金融投资中，很多投资者犯的错误和业余网球手类似：他们渴望通过买卖股票一夜暴富，实现财富自由，殊不知这恰恰是最容易让自己倾家荡产的错误投资态度。

因此，在本书的第 1 部分，我会着重和大家分享投资者最容易犯的 3 大错误：对自己非理性的认识不足，对投资成本重要性的认识不足，以及对长期坚持的重要性的认识不足。

很多在金融界摸爬滚打了几十年的老资格投资者，在看了本书前 3 章后都会有恍然大悟，恨不得早点读到这些研究分析的感觉。我希望广大的读者朋友们，可以边读这 3 章，边对比一下自己的投资经历，从而达到提高自己投资知识和水平的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

错误一 对自己的非理性认识不足

1720 年，英国发生了历史上非常有名的南海公司股价泡沫破裂事件，该公司的股票价格在短短一年中上涨 10 倍，然后猛跌 90%，令无数投资者损失惨重。这些蒙受损失的投资者中，包括了一位伟大的数学家：伊萨克·牛顿。牛顿在这次事件中损失了大约 2 万英镑，其购买力大约相当于 2002 年的 300 万美元。

后来牛顿说：我可以精确计算天体的运行，但却无法估计人类的疯狂程度。可见即使是最聪明的科学家，也免不了犯非理性错误的时候。在这一章中，我将通过一些具体的例子，来帮助广大读者更深刻地认识一下自己的非理性弱点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.1 投资者的不理性

投资者最容易犯的错误之一就是对自己不够理性的弱点认识不足。一个聪明的投资者，应该首先认识到自己作为人的天生的弱点。

很多研究表明，我们人类经常会犯不理性的错误。诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）曾经说过："人类在处理复杂信息时呈现出不可救药的不一致性。当人们被要求就同一问题做出多次判断时，他们经常会给出不同的答案。"

在面对复杂问题时，一个简单的公式或者系统往往比人类，甚至是专家的判断要来的靠谱的多。

一个比较有趣的例子是人们对于红酒质量的鉴赏能力。全世界有数以万计的品酒师，他们以品尝红酒并给出自己对该红酒的质量判断为业。美国教授 Robert Hodgson 在该领域做过不少研究并得出结论，品酒师们对红酒的鉴赏没有丝毫一致性。比如在 2012 年的一篇学术论文中，作者分析了 13 个美国红酒大赛中的 4,000 种入围酒种，发现有高达 84% 的红酒在某些大赛上获得金奖或者银奖，而在其他大赛中颗粒无收。最令人惊奇的是，品评这些红酒的评委们是同一批人。

普林斯顿的经济学教授 Orley Ashenfelter 曾经提出过一个红酒质量预测公式：

$$\text{红酒质量} = 12.145 + 0.00117 \times \text{冬季降雨量} + 0.0614 \times \text{生长季平均温度} - 0.00386 \times \text{收获季降雨量}$$

该公式被所有的品酒行业专家嗤之以鼻并长期攻击，但其对红酒质量的预测准确度却出奇的高，超过了很多知名的职业品酒师。

资本市场是非常复杂的。投资者在做出投资决策时需要处理并筛选大量的信息。由于互联网和媒体的发达，一个普通投资者缺少的不是信息量，而是经过筛选以后的有效信息量。如果想要做出聪明的投资决策，投资者需要从大量信息中排除不相关的噪音。这一过程需要大量的，可能超出人脑极限的处理能力。受到信息泛滥影响的人脑，做出不理性的错误决策的可能性反而比在信息有限的情况下犯错的概率更高。

行为经济学经过多年的发展，已经成为一经济学中单独的一个重要分支。有足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够的研究表明，人天生就有不少习惯性行为偏差，著名的例子包括过度自信、可利用性偏见、心理账户（Mental Accounting）、损失厌恶（Loss Aversion）等。在这个领域，有不少领军人物获得了蜚声世界的声誉，比如 George Akerlof, Robert Shiller, Dan Ariely, Richard Thaler 和 Daniel Kahneman。这些杰出的学者中不乏诺贝尔奖获得者，他们的著作也对金融学和经济学产生了深刻的影响。在接下来的几个小节中，我将着重介绍几个比较典型的人类非理性的实际例子，帮助大家更好地理解这个话题。

1.2 过度自信（Over confidence）

人类最容易犯的行为偏见性错误之一就是过度自信。过度自信在大部分人当中都普遍存在，平均来说男性比女性更容易受过度自信的影响。

几乎每个人都觉得自己的驾驶技术高于平均水平，每个家长都坚定地相信自己的孩子在班级中比其他孩子更棒，虽然每次考试结束后总有一半孩子的成绩低于平均水平。

让我在这里和大家分享几个有趣的例子，68% 的律师强烈地认为自己一定会赢下他要打的官司 [1]，而我们都知道只有一半律师能够赢得官司。90% 的斯坦福大学 MBA 学生都认为自己比同班同学更加聪明 [2]。

一位美国学者对大约 2,994 名创业者做过一个调查 [3]，让他们对自己企业成功率做一个估计，有 30% 左右的创业者认为自己企业成功的概率是 100%。事实上在美国，大约有 75% 的企业在公司成立 5 年之内会销声匿迹。

过度自信导致过度交易。在 2001 年的一篇学术论文 [4] 中，美国教授 Barber 和 Odean 分析了美国一个非常大的券商从 1991 年到 1997 年 35,000 个账户的真实交易

① Delahunty, et al, INSIGHTFUL OR WISHFUL: Lawyers' Ability to Predict Case Outcomes, Psychology, Public Policy, and Law 2010, Vol. 16, No. 2, 133–157

② "It's Academic." 2000. Stanford GSB Reporter, April 24, pp.14-5

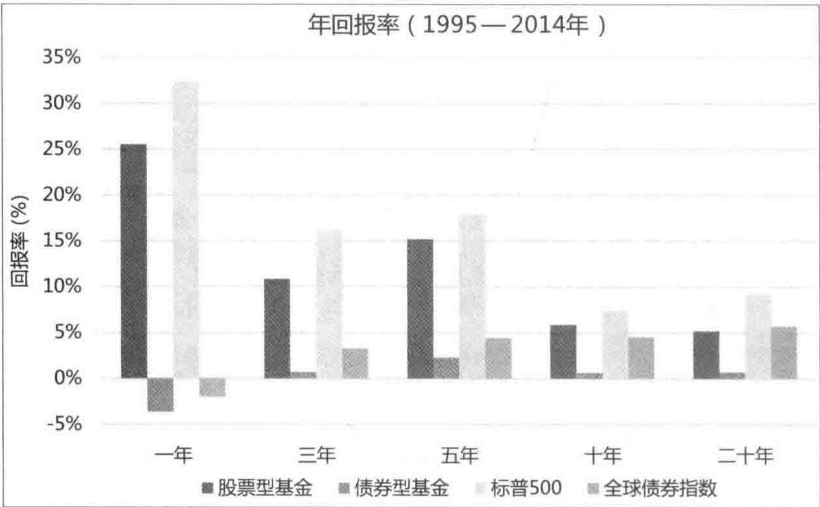
③ Cooper et al Entrepeuners' perceived chanves for success, Journal of Business Venturing, 3:97 - 108, 198

④ Barber and Odean, Trading is hazardous to your wealth, The Journal of Finance, VOL LV, No 2, April 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史数据，发现男性投资者交易频度比女性投资者高出45%。如此过量的交易使男性投资者的净回报受到的损失，比购买并且长期持有指数基金的投资者年回报率低2.65%，女性投资者因过度交易而遭受的损失是每年1.72%，且两者都比购买并长期持有指数基金获得的回报更差。

过度交易不仅广泛存在于挑选个股的散户之中，在基金投资者中也十分常见。根据美国的一家投资者行为定量分析公司Dalbar做出的估算，美国的基金投资者平均持有一个股票型基金的时间是3年左右，如此频繁地更换基金的行为让投资者付出了高昂的代价。



数据来源：Dalbar's Quantitative Analysis of Investor Behavior，2014

如上图所示，在1995年至2014年的20年间，股票型基金的投资者在美国每年的平均回报率是5%，而标普500在同一期间每年回报9.22%。债券型基金的投资者平均每年获得了0.71%的回报，而同期全球债券指数的回报则达到了每年5.74%。不管是股票还是债券基金投资者，其回报都远逊于购买并持有指数基金的傻瓜型投资策略，而这样的情况在过去一年，三年，五年，十年，一直到二十年都是一致的。

广大投资者普遍过度自信，其中一个重要原因是金融行业对我们的影响。事实上我们强大的金融系统，一个很重要的工作就是不停地告诉投资者自己拥有的超能力。在下意识之中，我们就被灌输了自己善于挑选股票，或善于挑选基金，或善于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识别宏观趋势的错觉，在这种下意识的影响下，投资者在不经意之间被误导去过度交易。

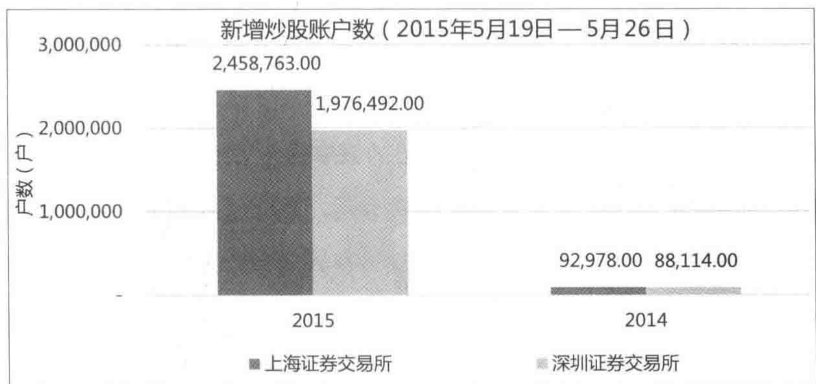
但问题在于，广大投资者并没有通过审时度势来为自己获得更好的投资回报能力，相反，投资者对于时局的判断能力简直可以用惨不忍睹来形容。

基金类型	2012 年投资者行为	2013 年回报
美国股票基金	卖出 930 亿美元	+35.04%
美国债券基金	买入 2690 亿美元	+0.15%

数据来源：晨星

比如根据晨星一项研究发现（见上表），在 2012 年大部分美国投资者看淡股市，因此他们卖出了自己手中的股票基金，而买入了大量的债券基金，结果在 2013 年，美国股市上涨了 35%，而美国债市只上涨了 0.15%。那些对于自己判断能力过度自信的投资者受到的损失可见一斑。

美国投资者的记录如此糟糕，那么我们中国投资者的记录怎么样呢？好像也没有好到哪里去。



数据来源：中国证券登记结算有限责任公司

比如在 2015 年 5 月份的最后一个星期，上海和深圳证券交易所新开户的数量达到了各 200 万左右。这个数字是非常高的，因为在 2014 年，两家交易所平均每周新开户的数量还不到每家 10 万户。很显然，在 2015 年 5 月份有很多股民被屡屡攀升的股市价格所吸引，于是急着去证券交易所开户炒股，渴望在股市中赚到一些快钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来发生的事情恰恰相反，中国 A 股股市在 2015 年 6 月份达到 5166 点的高点之后一路下滑到 8 月份的 2927 点。可以想见这些在 5 月份新入股市的投资者蒙受的损失一定不小。

聪明的投资者，需要充分认识到自己过度自信的先天性弱点，并且在投资活动中尽量避免受这种行为学偏见的影响而拖累自己的投资回报。

1.3 可利用性偏见（Availability Bias）

人类非理性的另一个很好的例子是可利用性偏见（Availability Bias），可利用性偏见讲的是我们更容易被自己所看到或者听到的东西影响，而不是依靠统计学知识去理性的思考问题。

在美国发生了 9 · 11 事件以后，很多美国人受此影响对飞行产生恐惧，并宁愿开车以避免坐飞机出行。根据德国教授 Gerd Gigerenzer 的计算，在 9 · 11 事件之后的一年内，由于为了避免飞行而选择坐汽车出行，导致 1,595 个美国人为此丧命[①]。

美国学者 Michael Rothchild 在另一篇研究中做出估算[②]，如果每个月有一架飞机被恐怖分子劫持并坠毁，同时假设我们每个月坐 4 次飞机，那么一个人坐飞机死去的概率是 1/540,000，而如果每年有一架飞机被劫持坠毁，那么一个人坐飞机死去的概率是 1/6,000,000，在美国公路上开车死去的概率是 1/7,000。

很多时候跟大家讲这些概率可能是徒费口舌，因为受此行为偏见影响的人会坚持认为自己做出了理性的选择。这也就是行为模式最奇妙的地方：即使大家都知道有这样或那样的问题，但作为一个人，我们还是会控制不住自己去犯那些常见的行为错误。

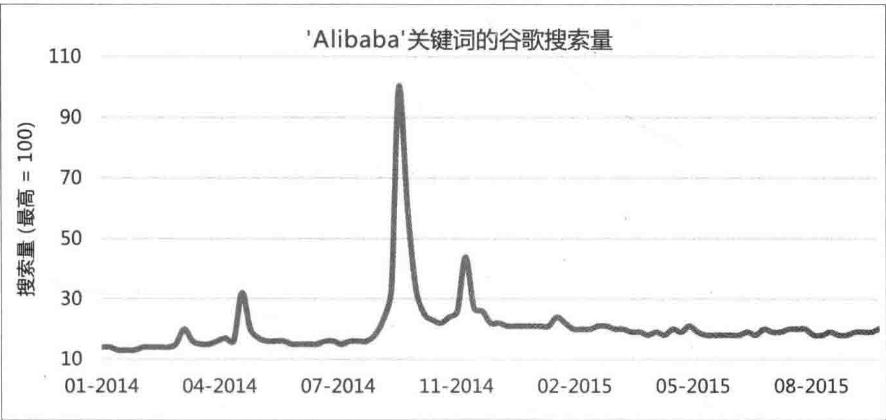
这样的例子在金融领域也屡见不鲜。例如，当一个像阿里巴巴这样的热门公司准备上市的时候，所有的新闻媒体都会专注于报道这个事件。记者们的天分在于他们的报道不光局限于那只股票，还有创始人卧薪尝胆、苦尽甘来的奋斗故事。

---

① Gerd Gigerenzer: Risk Savvy: How to Make Good Decisions, 2014

② https://www.theguardian.com/world/2011/sep/05/september-11-road-deaths

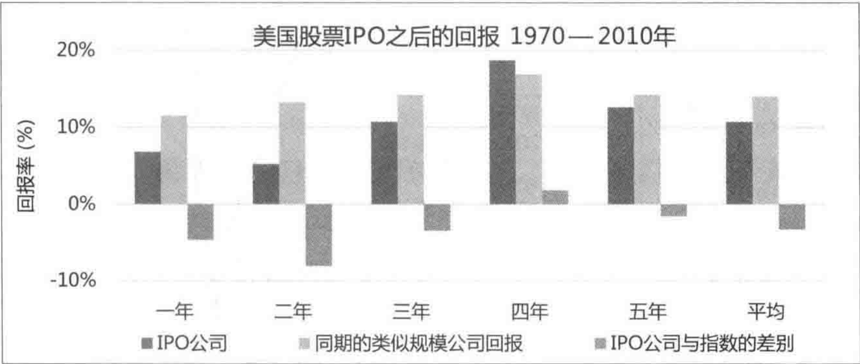
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：谷歌搜索

上图中显示了“阿里巴巴（Alibaba）”这个关键词在谷歌搜索引擎中的搜索量，我们可以看到在 2014 年 9 月阿里巴巴公司快上市的时候，该关键词的搜索量达到了高峰，可见当时有非常多的人正在关注阿里巴巴公司和其相关的新闻报道。

有时候投资者甚至感觉到自己购买的并不是阿里巴巴的股票，而是一个寄托了自己无限期望的中国梦。就像其创始人马云先生所说：“梦想还是要有的，万一实现了呢？”



数据来源：Ritter J,Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970 to 2010.

但事实上购买首次公开募股（俗称打新股）对于投资者来说并不见得是一桩划算的买卖，比如上述研究分析了美国 1970 年到 2010 年投资上市公司首次公开募股的投资回报，我们可以看到在购买新股后的一年，两年，三年或者五年之后，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新股的回报都低于投资同期的相似规模公司股票的回报。

打新股的投资回报不一定好，有很多原因。比如首次公开募股是投资银行和私募基金的摇钱树，他们和公司高管有共同的利益和动机，即在首次公开募股上获得一个好价钱。如果股票市场不好，公司的高管和投资该公司的私募基金可以延迟公开募股或者甚至取消上市，等到市场好转以后再伺机而动。反过来，如果市场高涨，估值非常高，那么会有更多的公司主动选择在这个时候上市，因此投资者购买到被高估的股票的概率更高。

受到可利用性偏见影响的投资者，如果盲目地去购买那些在媒体中被大肆报道的热门股票新股，那么他们很可能做出了一个非常糟糕的、非理性的投资决策，理性的投资者，应该时刻提防自己陷入可利用性偏见的行为学陷阱。

1.4 处置效应（Disposition effect）

处置效应是指盈利和亏损之间的一个不对称效用偏好。对于相同数目的标的来说，在亏钱的时候，我们会感到更多的痛苦。

在投资中，处置效应会影响投资者在盈利和亏损之间产生一个的不对称效用偏好，导致投资者过早平仓卖出盈利的股票，过晚止损平掉亏损的股票。

A: 赚 100 元	B: 丢一枚硬币决定 正面：赚 200 元。反面 : 赚 0 元
A: 赔 100 元	B: 丢一枚硬币决定 正面：赔 200 元。反面：赔 0 元

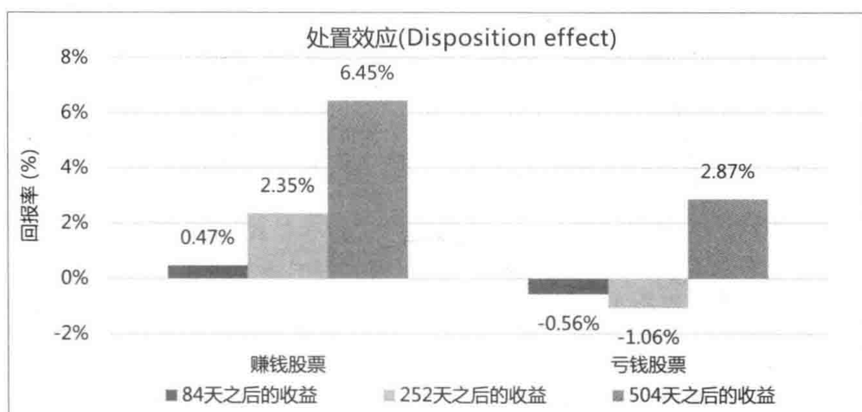
数据来源：Kahneman, D and Tversky, A: Prospect theory, An analysis of decision under risk. Econometrica,V47, No.2, Mar 1979.

比如像上表中显示，如果被问到在 A 赚 100 元和 B 丢一枚硬币来决定赚 200 元或者 0 元这两个选择的时候，大部分人会选择 A，稳赚 100 元。但如果相同的问题反过来问，即在 A 亏 100 元和 B 丢一枚硬币来决定亏 200 元或者 0 元这两个选项之间选择的话，大部分人会选择 B 来博一下。

这个问题曾经困扰过很多经济学家，因为从数学期望上来说，上面两个选项的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期望值都是正 100，而下面两个选项的期望值都是负 100，但是人们在这两种情况下会做出截然相反的决定。也就是说，在面临损失时（亏 100 元时），大部分人的痛苦程度会比获得相同数额的盈利产生的快乐程度高出很多，因此也更愿意冒大风险去规避这样的损失。



数据来源：Odean, T: Are investors reluctant ton realize their loss? Journal of Finance, Oct 1998 （53）

美国教授 Odean 在 1998 年所做的一项研究[①]中发现，投资者确实受到这样的处置效应的影响。如上图所示，Odean 教授发现，投资者们过早卖出他们赚了钱的股票，而这些股票在三个月后，一年后和两年后的回报更高。同时投资者们在割肉平仓时喜欢拖延，他们不愿意卖掉亏钱的股票，在三个月和一年之后继续亏损更多，一直要等到两年多以后才可能把以前的亏损弥补回来。

从这个意义上来说，如果投资者的耐心够长，坚持捂着自己的股票，可能也会有翻身的一天。但此期间由于处置效应导致他过早获利了结，拖延割肉平仓的毛病会让他徒增很多痛苦，并且损失不少回报。

1.5 后视镜偏见（Rear-view Mirror Bias）

后视镜偏见是另一个影响很多投资者的大问题。不仅很多散户深受其害，很多

① Odean T, Are investors reluctant to realize their losses? The Journal of Finance, Vol III, No 5, Oct 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职业经理人也不自觉地堕入其陷阱。最常见的后视镜偏见的例子是希望从最近几年的历史中去寻找对未来的预测的答案。

美国的 Paine Webber and Gallup 公司在 1999 年 6 月份曾经找了一些美国股民做了一项问卷调查，调查的内容是让受访者预测未来十年的股票市场回报。在统计结果的时候他们把受访者分成两大类：股市新手（那些投资经验少于 5 年的投资者）和股市老手（那些投资经验超过 20 年的投资者）。

1999 年 6 月对股市预测	股市新手	股市老手
对未来 10 年的股市回报的预测	22.6%	12.9%

数据来源：Paine Webber and Gallup

调查的结果如上表所示。股市新手们预测未来十年的股市回报在每年 22.6% 左右，而股市老手们预测未来十年股市的回报在每年 12.9% 左右。事实上，从 1999 年到 2009 年的 10 年之间，美国股市每年的回报是负 4%。显然大部分的受访者都被 1999 年之前美国股市的大牛市深深影响，对未来产生了脱离实际的盲目乐观。

有时候后视镜偏见并非那么容易觉察，甚至是行业专家也会犯类似错误。

公司 / 年份	1978	2000
艾克森美孚	7.8%	9.5%
通用电气	7.5%	9.5%
通用汽车	7%	10%
国际商务机器	5.5%	10%
美国政府长期债券回报率	10.4%	5.5%

数据来源：Loomis C: Tap dancing to work, 2012, Penguin

我在这里举一个来自于巴菲特写的伯克希尔 – 哈撒韦公司股东信中的例子。巴菲特指出，早在 1978 年，美国的大公司，如埃克森美孚和通用汽车公司，将他们公司的养老金账户的预期收益率定在 5.5% 至 7.8% 之间。而在那个时候，美国长期政府债券的回报率是每年 10.4% 左右。因此很显然，这些公司的养老金账户的预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益被严重低估。因为即使你什么都不做，在养老金账户里买足 100% 的政府债券，你也会得到可以保证的 10.4% 的年回报。那么这些公司聪明的首席财务官们为什么会犯如此低级的错误呢？原因是在 1978 年之前美国股市经历了多年的熊市，而首席财务官们想当然地用了之前熊市的回报率来预估自己公司养老金账户的收益，因此严重低估了预期收益。

令人惊奇的是，同样的错误在 2000 年再次发生。这些企业在当年预计他们的养老金在未来每年回报可以达到 10% 左右，而当时美国长期政府债券收益率约为 5.5%。在这种情况下，要达到 10% 的未来收益，养老金账户中的股票成分至少需要达到每年 15% 甚至更高的收益，而这显然要比美国股市历史平均收益率高得多。犯错误的原因，在于首席财务官们又犯了短视的毛病，他们只看到了 2000 年之前的那几年黄金牛市，于是把股票的预期回报提高到了远远脱离现实的水平，进而导致严重高估了养老账户的预期收益。

1.6 锚定偏见（Anchoring）

锚定的意思是人在做出价值判断时，会不自觉地受到“锚”的影响。

房东开价	受访者估价
开价：$119,000	$114,000
开价：$149,000	$128,000

数据来源：Northcraft and Neale: Experts, Amateurs and Real Estate: An anchoring an adjustment Perspective on Property Pricing decisions. Organizational behavior and human decision processes, 39 (1987) 84-97

在上表显示的一项研究实验中，100 名受访者被分为两组。两组人员分别被带去参观一幢同样的房子，并被要求对这所房子进行估价。在被带去参观房子的时候，两组人员被分别告知两个不同的开价（11.9 万美元和 14.9 万美元）。

在实验结束后，研究人员统计得出，两组人员的平均估价格显著不同。第一组为 11.4 万美元，而第二组为 12.8 万美元。也就是说，收到更高开价的小组给出了更高的房屋估价，尽管他们参观的是同一所房子。这个更高的开价，就是我们说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的这个“锚”，实验的受访对象，无形中被这个“锚”影响了他们对于房子的估价判断。

这项研究最有趣的发现还在后头。研究结束后，有 92% 的受访者表示，他们在对房子做出估价时完全没有考虑开价这个因素。事实上他们脑子里想的都是一些其他因素，比如房子的地理位置、朝向、内部装潢等。换句话说，当人们被锚定时，他们会坚持认为自己没有受到锚的影响，这才是人的行为偏见最可怕的地方，即使你知道它的存在，它也会继续不停地影响到你，甚至连你自己都意识不到。

1.7 代表性偏差（Representative bias）

代表性偏差，指的是我们人类容易受一些小样本影响，通过有限的小样本推出代表普遍规律的错误结论。就好像我们看到自己的周围人都喜欢吃大蒜，就得出全世界人都喜欢吃大蒜的错误结论。



数据来源：彭博社

举例来说，上面的图表比较了 2013/2014 年标准普尔 500 指数价格和 1928/1929 年道琼斯指数的价格走势，两者的价格走势看起来令人难以置信的接近，该图表被很多金融分析人员广泛引用，并用于警告投资者可能即将到来的股票熊市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：彭博社

事实上呢？2013/2014 年是美国股市历史上比较大的牛市之一，从上图中我们可以看到，标准普尔 500 指数在 2014 年继续延续 2013 年的上升趋势，根本没有重复 1928 年道琼斯指数下跌的状态。那些受到选择性偏差影响，在 2014 年年初卖出股票的投资者，在错误的时机做出了错误的投资决定，并且极大地影响了自己的投资回报。

1.8 克服自己的非理性偏见

行为经济学攻击了传统经济学中最核心的假设，即理性人假设。理性人假设这一传统经济学的基本假设受到了行为经济学极大的挑战。在 2000 年出版的《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）一书中，美国教授 Robert Shiller 试图对市场的非理性行为做出解释。在书中作者指出，有时候投资者们兴奋异常，推动资产价格上涨到令人炫目和不可持续的高度，但在其他时候，投资者们沮丧不已，将资产价格压低到不可思议的低水平。

Robert Shiller 称此现象称为“回馈轮回（Feedback Loop）”。回馈轮回的意思是较高的资产价格导致更多的乐观情绪，而投资者们受到乐观情绪的影响，继续追捧该资产导致更高的价格。同理，当市场受到悲观情绪的影响时，被压低的资产价格导致更多的抛售和更低的价格。因此在回馈轮回的影响下，市场经常会出现不理性的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全背离基本面的大涨或者大跌，2015 年中国 A 股的很多投资者可能对这种大喜大悲还有犹新的记忆。

美国的两位教授 George Akerlof 和 Robert Shiller，在 2009 年合著的 *How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* 一书中，强调政府在制定经济政策中的积极作用。作者提出政府有必要通过激活“动物精神（Animal Spirit）”这一英国经济学家约翰·凯恩斯（John Keynes）首先提出来的概念，来恢复公众对市场和经济的信心。这其中一个最重要的原因，就是人由于其非理性会受到市场情绪的影响，做出一些非理性的投资决策行为。在这个时候，政府出手干预市场，恢复大家对于市场的信心能够起到至关重要的作用。

美国经济学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）在他 2011 年的著作 *Thinking, fast and slow*（《思考，快与慢》）中，总结了他和他的同事 Amos Tversky 对于人的行为研究的成果。卡尼曼提出将人脑处理信息的方法分成两个系统：系统 1 和系统 2。系统 1 的反应迅速，主要靠直觉和第一反应来做出决策。系统 2 的反应迟钝，需要经过仔细的分析和计算才能得出结论。人类在做出决策时习惯使用系统 1，因为系统 1 非常适合于简单的“战斗或逃跑”类型的方案，有助于在物竞天择的自然环境中保住自己的生命。

但是很多时候，靠“短平快”习惯做出决策的系统 1 给出的往往是错误的答案。因为很多事情不像表面上看起来那么简单，需要我们静下心来，用逻辑思考去慢慢地考虑事情的前因后果和利弊。人类不理性的原因之一就是我们习惯使用大脑中的系统 1，而厌恶使用系统 2。没有人喜欢被逼着坐下来花两个小时解决一道很难的数学题，因为这需要耗费我们大量的脑力，很容易让人感觉疲劳和厌恶。

卡尼曼丰富的研究表明，理性的投资者应尽量避免依靠自己的系统 1 做出“短平快”的轻率的金融决策。一个聪明的投资者，应该最大化地提高系统 2 在金融决策中的作用。聪明的投资者，会充分意识到自己天生的非理性弱点，并依靠建立一套行之有效的系统来弥补自己的短处，争取最大限度地做出逻辑化的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

错误二

对投资成本的重要性认识不足

花钱买吆喝，是投资者最容易犯的一个错误。

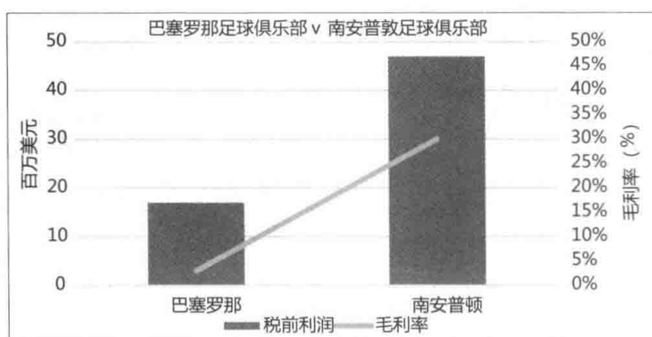
我们广大投资者在选择基金的时候，都喜欢选择高大上的基金经理。管理该基金的经理，最好毕业于美国常青藤大学，外加一个排名靠前的工商管理硕士学位，至少要在华尔街银行有多年的工作经验，有着英气逼人的脸蛋和高大壮实的身板。他所就职的基金公司，规模自然是越大越好，最好有数百或者上千的雇员，外加各种电脑信息技术系统、交易程序、风控管理，所有软硬件一应俱全。这样的想法很正常，但却未必理性。在这一章中，我会和读者朋友们解释如何正确认识投资成本，并且如何通过理解这个问题来帮助提高自己投资回报的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1 梅西的老板不好当

要讲清楚投资成本这个问题，让我先给大家举个简单的例子。

下图显示的是西班牙的巴塞罗那足球俱乐部和英国的南安普敦足球俱乐部在2014/2015 年度的财务状况对比情况。

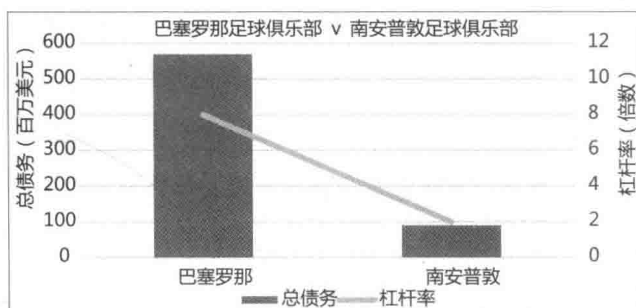


数据来源：巴塞罗那俱乐部网站，南安普敦俱乐部网站

左边的是巴塞罗那俱乐部，税前利润为 2,000 万美元左右，右边的是南安普顿俱乐部，税前利润为 4,600 万美元左右，比巴塞罗那俱乐部高出一倍还多，巴塞罗那俱乐部毛利率大约为 5%，而南安普顿俱乐部的毛利率则在 30% 左右。

巴塞罗那队一年赚的利润还不到南安普顿队一年赚的利润的一半，是不是有些让人匪夷所思？要知道巴塞罗那拥有的 MSN 锋线（Messi, Suarez, Neymar 的简称）可是全世界最强的进攻组合，在欧洲冠军杯中都所向无敌。

带着这个疑问，让我们再来看下面这张图。



数据来源：巴塞罗那俱乐部网站，南安普敦俱乐部网站

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左边的柱子显示的是巴塞罗那俱乐部的负债情况，在 2014/2015 年度该俱乐部差不多借了接近 6 亿美元的债务，杠杆率高达 8 倍左右。而右边的南安普敦队负债不到 1 亿美元，杠杆率不到 2 倍。

为什么要举这个例子？因为很多投资者不明白这个道理，大家想当然地认为，投资一家名气很响的俱乐部肯定最能够为自己赚钱。在这个世界上还有哪支队踢得过梅西、苏亚雷斯和内马尔领衔的巴塞罗那队？哪个对手上来不都是全场被巴塞罗那队围着进攻？

可是俱乐部的名气和其股东的回报是两回事，大牌足球俱乐部股东赚钱很难的原因之一恰恰在于他们需要为那些明星球员付出极高的工资，从而背上巨额的债务，影响了股东收益。

比如 2015 年世界上年薪最高的十大足球明星中，有三位就来自于巴塞罗那：梅西（2,100 万美元 / 年）、苏亚雷斯（1,500 万美元 / 年）和内马尔（930 万美元 / 年）。该俱乐部在 2014/2015 赛季一年的营业收入中，差不多有 3/4 被用于支付球员的薪水和转会费分摊，梅西一个人一年的薪水收入就相当于巴塞罗那所有股东一年的税前利润总和。

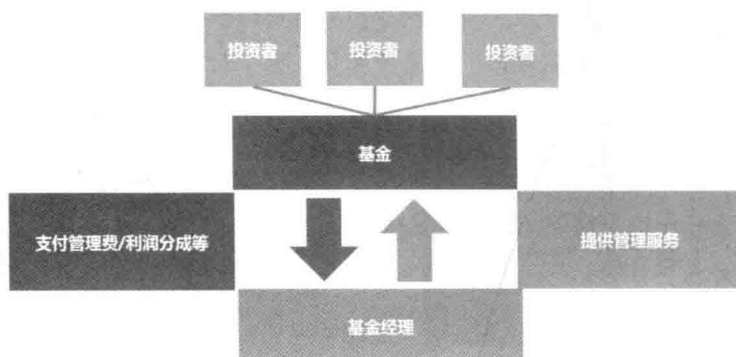
投资者朋友们可能会问，足球俱乐部的经营状况和我个人理财投资有什么关系？事实上如果我们好好想想，这其中的道理是相似的，在我们寻找基金经理进行投资的时候，就好比是寻找足球明星来帮助我们赢得足球比赛。把钱交给基金经理管理的目的是战胜市场，而足球俱乐部的目的则是赢得比赛，两者进行的都是零和博弈。基金经理需要战胜股市中的其他参与人员来体现其价值，而足球俱乐部则需要战胜其他球队来获取胜利和冠军。

那么我们应该雇佣像梅西、内马尔这样的基金经理么？大多数投资者确实都是照着这个思路去找基金经理的，这也是大多数人使用的投资方法的错误所在。大家都知道，有了梅西和内马尔，他们确实可以帮你赢球，但是最后该不该请梅西和内马尔，则要仔细分析支付给他们的费用和我们作为股东的预期回报。如果梅西和内马尔的收费太高，导致即使赢了球投资人也没什么回报，那么理性的投资人只能忍痛割爱，去寻找要价更合理的球员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2 基金经理和投资人的关系

作为投资者最应该注意的因素，就是投资成本的问题，为了说清楚这个问题，让我先介绍一下基金经理和投资者之间的法律关系。



上面的图表显示的是基金经理和投资人之间的法律关系，基金被设置为一个合法的持有资本的投资者池，其注册地通常在一个免税地，比如英属开曼群岛、美国的特拉华州或者爱尔兰等地。

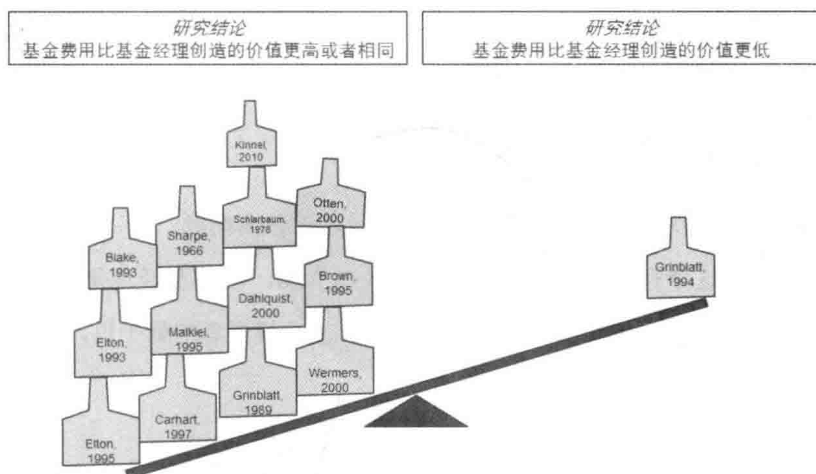
基金经理（如富达国际、摩根大通或邓普顿等公司或集团），会和基金签署投资协议该协议厘定了基金经理的职责和服务范围，以及投资目标。根据不同的投资目标，基金管理公司的投资范围可以涵盖各种不同的资产类型，比如股票、债券、房地产等。

作为回报，基金经理会向其管理的基金收取一定的费用。基金的收费结构是一个复杂的问题，在下面的段落中我会提供更多的分析。一般来说，大多数基金经理会收取以下费用之一：申购费（在购买基金之前收取的一次性费用）、管理费（不管基金业绩如何，基金经理每年收取的费用），以及业绩分成（如果基金经理获得了超过某些基准的回报可以分到的奖金），有一些臭名昭著的基金还会收取赎回费（就是投资者在卖出该基金时支付的一次性费用）。

基金投资者和基金经理之间，是典型的雇佣关系。基金投资人看重基金经理的投资技巧，通过雇佣关系来租借基金经理的投资技能，帮助投资者获得更好的回报，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，就像任何雇佣关系一样，这里面有一个潜在的代理人问题，即基金经理和投资人的本质利益并不是完全趋同的。投资人想要低风险、高回报，希望付给基金经理的报酬越低越好。但是，基金经理要收取费用作为自己出借投资能力的补偿。由于基金经理收取的管理费用通常是基于其管理的资产规模的一个百分比，因此对于基金经理来说，关键是要管理更多的资金，或者收取更高的费用，而不是给予投资人更好的回报。



数据来源：五福资本综元分析

上图显示的是五福资本关于基金成本做得一个综元分析。在综元分析中，我们收集了世界上顶级专业期刊发表的关于基金经理收费的研究论文，并且将他们的结论进行分类。那些发现基金经理收费至少等同或者超过经理创造的价值的论文，被归类到上图中的左侧，而那些发现基金经理创造的价值大于他们的收费的论文，被归类到上图中的右侧。从该综元分析中我们可以看到，绝大多数的研究论文发现，基金的收费至少等同，或者超过基金经理为投资者创造的价值。

基金经理和投资人的利益错配，是一个典型的代理人问题（Agency problem）。当然有些投资者可能会说，这不是一个问题，因为基金经理将为投资人提供丰厚的投资回报。而如果基金经理为投资人带来高回报，那么他们的收费再高，我作为投资人也不在乎，只要我自己赚到钱就行。

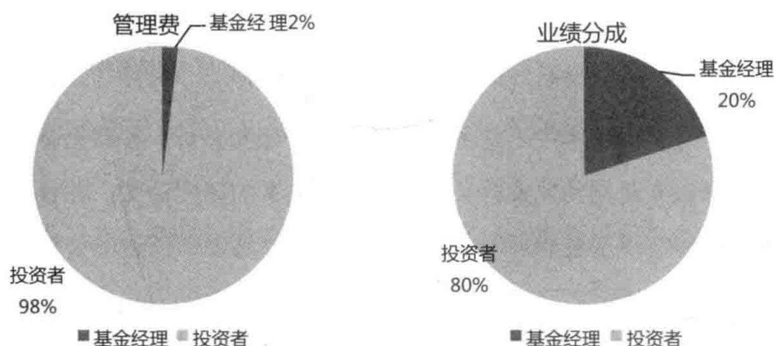
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是问题恰恰就在于，有大量的证据表明，基金经理们无法为投资者创造价值的主要原因之一就是他们收费太高。晨星（Morningstar，权威基金评级公司）基金数据库在 2010 年做的一项研究表明，基金的总费用比率（包括管理费、券商费、法律会计费等）是基金长期业绩表现的最强大的预测指标。换句话说，如果一个普通投资者面对上以千计的基金不知所措，不知道如何做出最合理的选择，那么最好的办法是选收费和总费率最低的基金，如此简单的选基金方法比其他很多方法都要靠谱。这个简单的选基指标，甚至比晨星自己备受赞誉的基金星级评定系统都要更加有效。

2.3 基金经理的收费结构

在下面这个小节里，来具体展开谈谈基金经理的收费问题。

在对冲基金这个行业里，有一个业内规则叫 2/20，即基金经理每年收取 2% 的管理费，同时在年末收取 20% 的业绩分成，在大多数投资者的脑子里，这个 2/20 规则看起来是这样的。



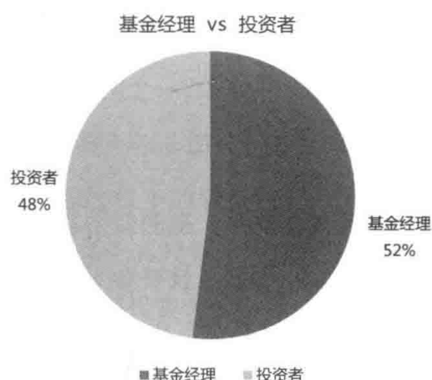
投资者会觉得，即使给经理 2% 的管理费，我自己还有 98% 的盈余。即使给基金经理 20% 的业绩分成，我自己还可以获得 80% 的投资回报。

可是事实上这是错误的计算方式，为什么这么说呢？在这里给大家举个简单的例子。假设一位基金经理创造的超额回报（金融行业内部称为阿尔法）是每年 5%，超额回报即基金经理创造的超过基准（比如上证 180 指数）的回报。如果基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

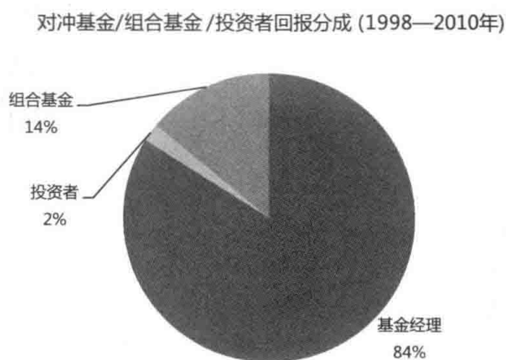
无法战胜基准，那就没有必要把钱给基金经理管理，投资者去股市上买个上证 180 指数基金就行了。为什么我取 5% 呢？因为世界上很少有基金经理能够连续多年创造超过 5% 的超额回报，中国的更少。

这里我们假设超额回报是 5%，在这种情况下，经理收取 2% 的管理费，然后再收取 0.6%（20% * 3%）的业绩分成，最后经理得到了 2.6% 的回报，而投资者则得到了剩下的 2.4% 的回报，也就是说，在基金经理创造 5% 的超额回报的前提下，他和投资者的分成是这样的。



我们可以看到，两者回报的分法是差不多五五分成，基金经理的份额稍微多一些。当然，如果基金经理创造的超额回报不到 5%，或者甚至是负的，那么经理和投资人的回报分成就会更倾向于基金经理，即基金经理会获得比投资者多得多的投资分成。

那么在现实情况中，基金经理和投资者之间的投资分成到底是什么情况呢？



数据来源：Lack S: The hedge fund mirage, 2012

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国学者 Simon Lack 曾经对对冲基金行业做过这样一份研究。根据其对 1998 年至 2010 年的对冲基金行业的回报分析，对冲基金经理惊人地获取了那些年全球金融投资回报总额的 84%，而组合基金（Fund of Funds）获取了另外的 14%，也就是说真正的投资者只分到了这张大饼中的 2%。

这样的研究发现让人瞠目结舌，同时也让整个行业蒙羞，因为这个研究结果揭示的是，在对冲基金这个行业游戏中，真正受益的只是基金经理（84%）和组合基金经理（14%），而我们广大的投资者，则成了真正"人傻，钱多"的代表，陪那些基金经理们玩了一圈股票却没有获得任何好处。

2.4 真正的赢家

在基金经理和投资者一起玩的游戏中，赢的似乎总是基金经理。因为如果投资者赚钱了，他需要给经理分一杯羹，而如果投资者亏钱了，还是需要给基金经理支付管理费。那么这样的合作关系到底合理么？在 2005 年发表的一篇论文中，美国教授 Jonathan Berk 提出，高明的基金经理通常也有非常高的智商，因此和这样的聪明人打交道是很难占到任何便宜的。基金经理对投资人的收费至少要达到其管理资产的投资水平，或者超过其投资能力，他才会愿意和投资者进行合作。因此这样算下来，投资者在被扣除费用之后只能得到资本市场的平均收益恰恰证明了市场的有效性。

每当我路过新加坡中央商务区附近的地铁站时，总会看到一些大型资产管理公司的广告牌。这样的广告牌一般都有帅哥美女开挂，下面有大大的标语性字样，比如"让我们帮助你安排退休计划"。平时我会对这些广告嗤之以鼻，但想到目前正在写的这篇文章，我便对这些金融产品做了一些小小的研究，下面是其中一个基金费用的详细列表。

基金费用	费率
申购费	5%
管理费	1.5%
其他费用	0.4%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

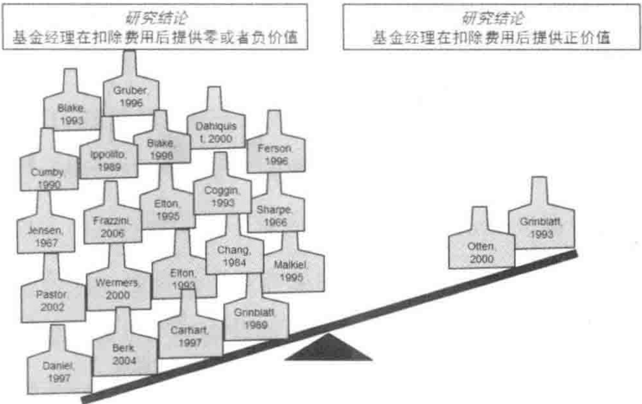
续表

基金费用	费率
投资标的费用	0.5%
投资者每年总费用（假设投资三年）	4.06%

一个非常简单的股票和债券基金，投资者每年需要支付大约 4% 的费用，也就是说我们投资者的回报起点是每年负 4%。这小小的 4%，对于投资者来说有什么大的影响么？答案是，影响大着呢。因为很多时候，基金经理能够为投资者创造的价值也就那么几个百分点（如果他们真的创造了价值的话），在这仅有的几个百分点里一下子扣除 4%，投资者还剩下什么呢？这就是为什么在投资者和基金经理合作的游戏中，投资者总是吃亏的关键原因之一。

基于我的行业经验，我观察到很多基金经理的商业模式符合以下规律：基金经理先推出一个新的基金，管理比较小的资金规模，力图获得 2 ～ 3 年的丰厚回报。当然这 2 ～ 3 年的回报到底是基于其投资水平还是运气好则很难说得清楚。只要基金获得了不错的回报，它就会引起投资者的注意，从此基金资产管理规模开始上升，而基金经理的腰包也开始慢慢鼓起来，但是如果这 2 ～ 3 年的业绩不佳，那么基金经理一般会把该基金关闭，同时另起炉灶再去成立一个新的基金，并祈祷这一次他的运气能够好一些。

那么基金经理到底有没有为投资者创造价值呢？让我们来顺着证据主义的思路，仔细检验一下基金经理们是否给投资人带来了他们自称的那些价值。



数据来源：五福资本综元分析

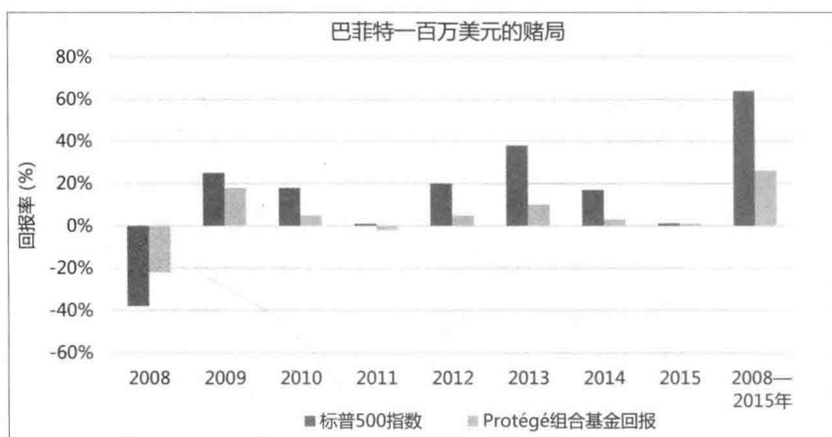
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上学术界对此问题有大量的实证研究，得出的结论也很清楚。上图显示的是五福资本研究汇总的综元分析研究结果（Woodsford Meta Analysis）。在五福资本研究汇总中，我们收集了关于该研究问题（基金经理在扣除费用中是否创造正的价值）的绝大部分在顶级期刊上发表的学术论文，将他们的结论分门别类进行整理并进行对比分析。

我们可以看到，绝大部分研究都得出结论，基金经理在扣除其收取的费用后，对于投资者提供的超额回报不是零就是负。因此对于投资者来说，我们面临的选择是相当具有挑战性的。如果我们很幸运选中了梅西级别的基金经理，但由于付出了高额的成本，我们自己的回报也很一般，就像上面提到的巴塞罗那俱乐部的例子。更为不幸的是，投资人付出了梅西级别的成本，得到的却是比梅西级别差好多的基金经理（因为全世界只有少数几个梅西级别的球员）。在这种情况下，投资者的回报当然惨不忍睹。

在这里让我再通过一个实际例子来说明这个道理。

在 2008 年 1 月份时，巴菲特和一家叫 Protege 的组合基金（Fund of Funds）打了一个赌，这个赌很简单，巴菲特说，从 2008 年 1 月份开始的十年，标准普尔 500 指数的回报将会超过对冲基金给予投资者的回报。Protege 是美国一家比较有名的组合基金，他们的特长就是选择对冲基金，在其公司网站，他们对自己的介绍是“专业选择小型的多种投资策略的对冲基金”，这个赌的赌注是一百万美元。



数据来源：RIAA，彭博社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在开始打赌的第一年，巴菲特一方输的比较多，因为正好经历了金融危机，标准普尔 500 指数（上图深色长方形）跌去了接近 40%，而 Protege 投资者的回报（上图浅色长方形）为 -20% 左右，虽然也还是亏钱，但要比买股票亏得少很多。这恰恰也是 Protege 在宣传其服务是主打的招牌：对冲基金由于既可以做多，也可以做空，因此在市场下跌时可以给予投资人更好的保护。

但是在 2008 年之后的每一年，标准普尔 500 指数回报都超过了对冲基金投资人的回报。到 2015 年年底为止，标准普尔 500 指数回报已经领先对冲基金投资人多达 40% 左右。当然这个赌还没有结束，因此我不想在这里妄加任何不成熟的结论，但希望投资者可以理解巴菲特打这个赌的初衷，即提醒广大投资者，对冲基金经理们的高收费最终会毁了投资人。

事实上巴菲特对投资人忽视投资成本造成不必要的损失有过多次提醒。在巴菲特写的哈撒韦年报中，他曾经讲过一个 Gotrock 家族的故事。

假设 Gotrock 家族拥有全美国所有公司的股权，那么所有家族成员可以享受这些公司每年的盈利，包括分红。这个数字在 2014 年大概是每年 9,600 亿美元左右。

有一天有一个帅小伙对 Gotrock 家族中的几个兄弟说，我可以帮你取得比目前更高的回报，这个帅小伙的名字叫券商。券商帅哥说，你如果看到要上涨的股票，我就帮你购买；如果你看到要下跌的股票，我就帮你抛出，这样低买高卖，你就可以取得比你的其他兄弟姐妹更好的回报。那几个兄弟觉得这个主意不错，开始通过券商帅小伙进行股票交易。当然券商帅小伙也得到了他的佣金，注意这个佣金是从那 9,600 亿美元中扣除的。

再过了一段时间，来了一个美女，名叫基金经理。美女经理对 Gotrock 兄弟说，你们平时要上下班，还要照顾孩子，又要出国旅游，没有那么多时间来关心股票市场，你这样炒股不亏才怪。我不一样，我的工作就是职业选股，我可以帮助你获得更好的回报，这样你就可以有时间去干别的事情了。Gotrock 兄弟一听也觉得有理，于是让美女经理也来帮他。当然天下没有免费的美女服务，美女基金经理在提供自己的选股服务时，自然又要从上面提到的 9,600 亿美元中分走一杯羹。

再后来又来了一位大爷，名叫投资咨询顾问。大爷对 Gotrock 兄弟说，你看现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场上有那么多美女基金经理供你选择，你怎么知道谁的水平高呢？你如果万一选到了一个外强中干的美女经理，岂不是让自己的钱打水漂？我这里有完整的数据库以及很严格的分析，可以帮助你选择更好的美女经理以获得更高的投资回报，当然大爷也需要收取一定的咨询费。

每一个来给 Gotrock 家族兄弟们提供帮助的帅哥美女们，都会提取相应的费用，而他们本身并没有增加原本总财富的规模。其结果就是帅哥美女们推着一车钱走了，而 Gotrock 家族总体上并没有获得任何好处。

巴菲特举这个例子的目的是想要提醒投资者们，各种金融公司会巧立名目向投资者收取各种费用。如果我们不加注意，那么在不经意之间，本来属于我们投资者的回报就在这不知不觉之间悄悄从指缝中流走了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

错误三 对长期坚持的重要性认识不足

在中国的传统文化中，我们对于“耐心”是非常推崇的，像“只要功夫深，铁杵磨成针”、“心急吃不了热豆腐”等俗语讲的都是同一个道理：即不要眼高手低，幻想一夜暴富。要想获得成功，只能靠持之以恒，水滴石穿。

但是到了投资上面，很多投资者就把这个重要的道理抛到了九霄云外。一些投资者对于投资的态度可能就好像中国首富王健林说的：定个小目标，先赚上一个亿。

很可惜的是现实没有想象中的那么美好，一个亿也没有那么好赚。在本章中，我将通过数据和分析，向读者们展示在投资中坚持耐心的重要性，以及无法坚持长期投资对投资者造成的损失，希望可以帮助大家建立更为健康和符合现实的投资心态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

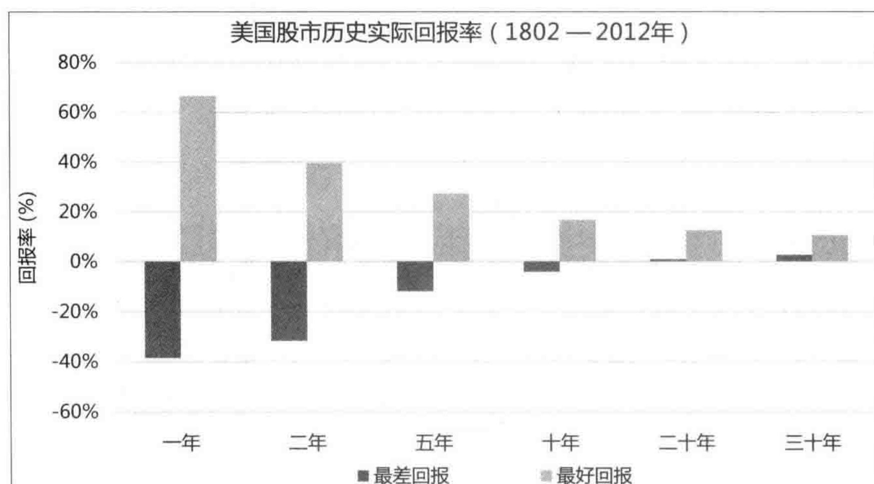
3.1 长期投资回报更加稳定

美国的投资大师巴菲特说过：成功的投资需要时间和耐心。即使付出再多的努力，有再高的天才，有些事情没有时间是不会发生的。

巴菲特想提醒广大投资者的是，心急吃不了热豆腐。指望在短时间内靠所谓的"投资"来一夜暴富是非常愚蠢的：那不叫投资，叫投机。

那为什么投资需要有比较长的维度呢？有什么证据支持这个说法吗？在这一节就仔细谈谈这个问题。

首先来看看下面这张图。



数据来源：Jeremy Siegel, Stocks for the long run, 2014

上面这张图显示的是美国股票市场在过去 200 年左右的历史年回报范围（扣除通货膨胀后的真实回报）。在横轴上我们可以看到那些回报区间被分成了 1 年，2 年，5 年一直到 30 年，即该图显示的是在过去 200 年间的美国任意 1 年，2 年，5 年，一直到 30 年的股市回报范围。最差回报是指任何 x 年中最差的年回报，最好回报是指任何 x 年中最好的年回报。

从图中我们可以看到，如果一个投资者的投资维度比较短（比如 1 年），那么他从股市得到的回报会非常难以捉摸。运气好的时候，可能一年就能给他高达 66% 的

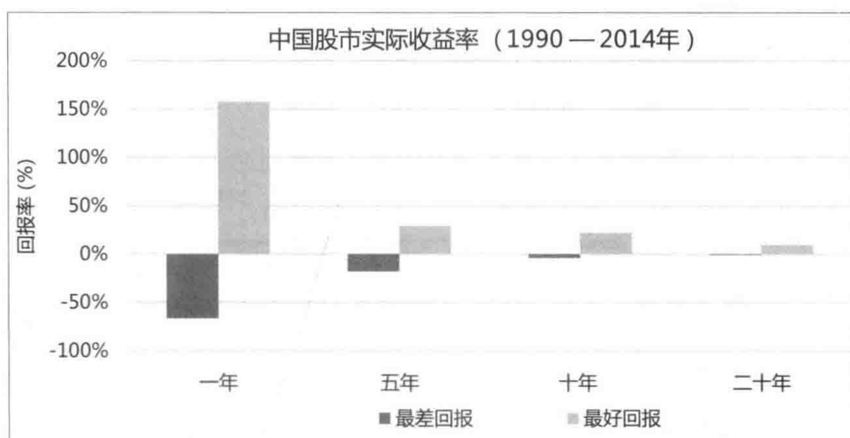
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报，但如果运气不好，那么他就可能亏损高达 40%。

但是如果将投资的时间维度拉长，我们就会发现股票市场回报的范围会大大缩小。比如在过去 200 年的任意 10 年区间里，美国股票投资者每年的真实回报（扣除通胀以后）在每年 -4.1% 到 16.8% 之间；在过去 200 年中的任何 20 年中，美国股票市场的真实年回报在 1% 到 12.6% 之间。换句话说，在美国历史上的任何时候，只要购买并持有股票超过 20 年，那么这位投资者一定赚钱，即他的投资回报超过通货膨胀率。

如果投资者对于短期的股市走向没有判断能力的话，那么他更好的选择是长期持有，因为长期持有给予投资者的回报更加稳定，并且亏钱的概率更小。

上面说的是美国的情况，那么中国的情况如何呢？



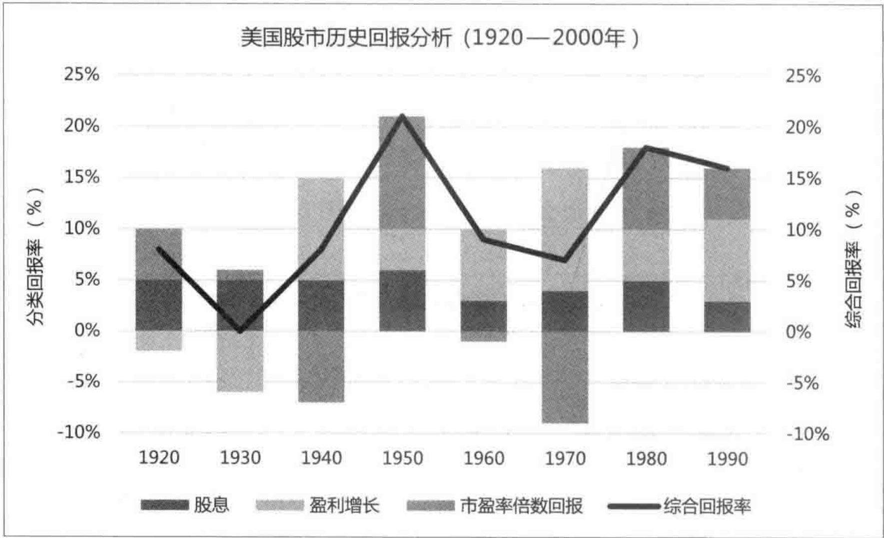
数据来源：五福资本，彭博社

上图显示的是从 1990 年到 2014 年中国 A 股市场给予投资者的实际年回报率（扣除通胀）。大家可以看到，如果持有周期只有一年，那么最可能的结果是大喜或大悲，即在运气好的时候可以赚很多，而在运气差的时候也会亏损很多，但是如果将投资期限拉长，投资回报的范围会大大缩小。截至 2014 年底，过去任意 20 年的 A 股股市真实年回报率（扣除通胀后）在 -1% 到 9.66% 之间，几乎不亏钱。

为什么短期来讲股市回报大起大落，但长期来看却要稳定的多呢？这就要从股市回报的来源说起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大致来讲，我们可以把股市回报分为两大类：基本面和投机面。基本面是指股票自身给予投资者的回报，主要包括公司分红和盈利增长，而投机面则主要反映了大众对于市场的悲观或者乐观情绪。从比较长的时间维度来看，基本面给予投资者的回报是可以预测并且比较稳定的，而投机面则变化无常，经常在天堂和地狱之间游走。



数据来源：John Bogle, Common sense on mutual funds.

上图显示了美国股市在1920—2000年之间的80年中，每10年给予投资者的年回报分析。我们把年回报分成两大类：基本面（即上图股息和盈利增长部分），以及投机面（上图市盈率倍数回报部分）。市盈率倍数主要反映了投资者对于股票市场的情绪感觉：如果投资者比较乐观，那么所有的股票的市盈率倍数都会比较高，而当投资者比较悲观的时候，所有股票的市盈率倍数都会比较低。市场情绪乐观的时候，所有股票的估值都会被推高，他们的平均市盈率倍数也会增长，在这样的年代里，垃圾股的价格也会上涨不少。当市场情绪悲观时，所有股票的估值倍数都会下降，即使是业务非常稳定的蓝筹股，也可能遭到大量抛售导致其价格处于低到离谱的水平。

我们可以看到，在美国股票历史上，除了20世纪30年代大萧条那10年以外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他时期，股票市场的基本面回报大致来说是非常稳定的，扣除通胀之前大约为每年 10% 左右，但是股票市场的投机面，即人们的情绪对于股票的影响，则有非常大的起伏。

有时候大众非常乐观（比如 20 世纪 50 年代），因此股票给予投资者的回报非常高，而有时候大众则非常悲观（比如 20 世纪 70 年代），那个年代股票给予投资者的回报则令人失望。这方面的例子在各国股市都非常常见，比如中国股市在 2015 年上半年充满了乐观情绪，很多人都像打了鸡血一样，期望股票指数会达到 8,000 点，甚至 1 万多点。而到了 2015 年下半年，市场情绪完全反转，从天堂一下子跌入地狱，充满了各种悲观情绪。

如果将时间维度拉长，我们可以发现投机面因素（即人们乐观和悲观情绪）大致互相抵消，因此在过去 100 多年间，美国股市给予投资者的回报大约是每年 10%（扣除通胀前）。而这 10% 的回报，恰恰是基本面因素（股息和盈利增长）给予投资者的长期平均回报。

如果投资者想要在短期内从资本市场获利，那么非常重要的一点，就是他需要对短期内的投机面，即大众的投资情绪（乐观或者悲观）有一个非常准确的判断，用行内话说，就是投资者需要择时而动。如果投资者没有择时的能力，那么他更好的投资策略是选择长期持有低成本的指数型基金。

3.2 聪明的投资者放弃择时

择时，英语里叫做 Market Timing，顾名思义，就是选择买入股票和卖出股票的时机，并试图从中获利。

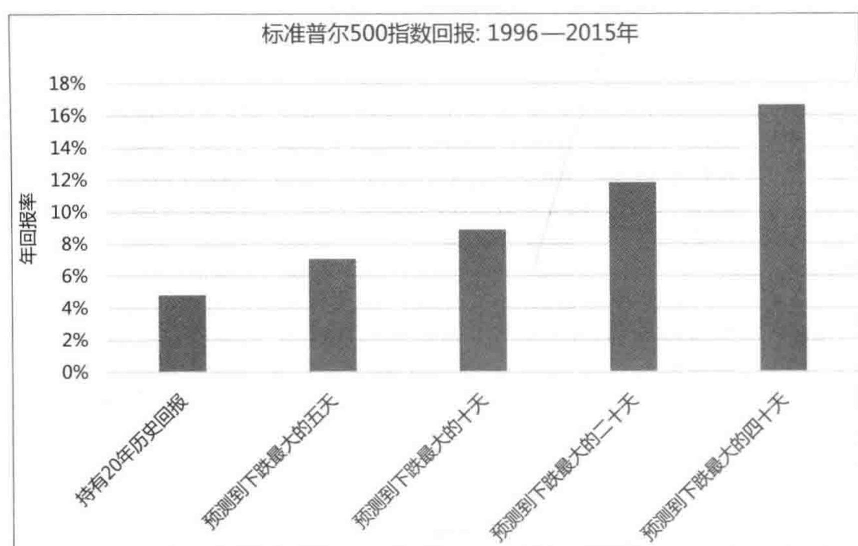
每个投资者都喜欢择时而动，因为每个人都有自己的观点。我们每天阅读报纸、杂志和互联网上大量的财经新闻，同时也从彭博社和财经频道观看各种关于经济形势的辩论。将自己看到的听到的综合起来，形成自己的观点并在此基础上进行买卖，是一件很有趣的事。

除此之外，我们对择时交易的偏好还有行为学上的原因，比如说人类天生喜欢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌博。大量研究表明，在冒了风险之后获得胜利的感觉，给人以相当大的快感。这也是为什么如果控制不当，赌博可能会上瘾的原因。从这个意义上说，预测美元兑日元的汇率，或者 A 股指数涨跌并从中交易获利的快感，和在拉斯维加斯或者澳门豪赌一夜赢上一把获得的快感是类似的。

因此，择时对于投资者来说的诱惑是非常大的。除了上面提到的赌博带来的快感，如果可以正确地判断股市的低点和高点，那么通过在低点买入高点卖出，投资（投机）者可以获得非常丰厚的回报。



数据来源：彭博社

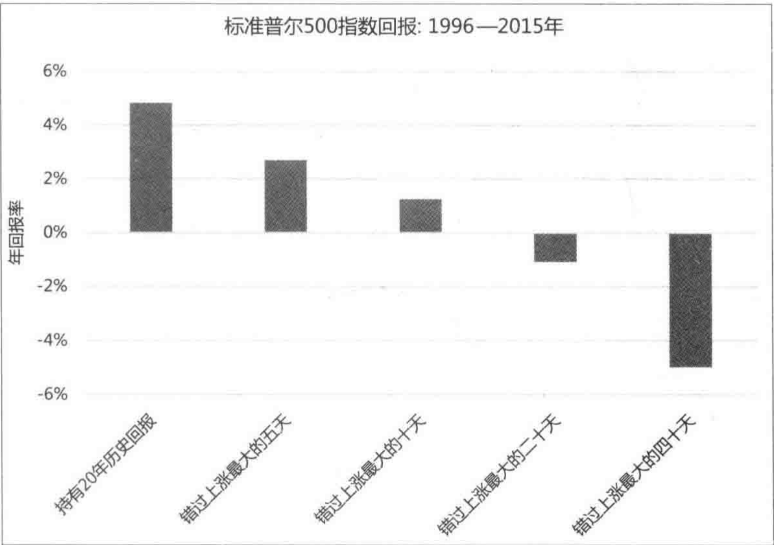
比如上面的图表中做了一个简单的计算，回顾了美国股市过去 20 年的回报历史（1996—2015 年），这 20 年一共有大约 5,000 多个交易日。如果在这 20 年投资并持有标准普尔 500 指数，那么投资者的回报是每年大约 4.8% 左右，但是如果可以预测到下跌最大的五天，并且避免掉这五天（假设在这五天中的每一天之前把股票卖掉，并在一天后买回相同的股票），那么投资者的回报可以提高到每年 7% 左右。而如果可以避免掉这 20 年中下跌最大的 40 个交易日，那么投资回报可以上升到每年 16.7% 左右。

当然，5 天对于 5,000 多个交易日来说，还不到总样本的 0.1%，要想取得这样的超额回报，投资（投机）者需要有非常高超的预测能力，预见到下一天是一个大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌的日子，并且在大跌前把股票卖掉，同时在大跌后一天再把股票买回来。

进行这样的择时游戏的一个危险在于，如果投资（投机）者的预测发生错误，在不该卖出的日子中将其持有的股票卖掉，那么他的投资回报将会受到毁灭性的打击。



数据来源：彭博社

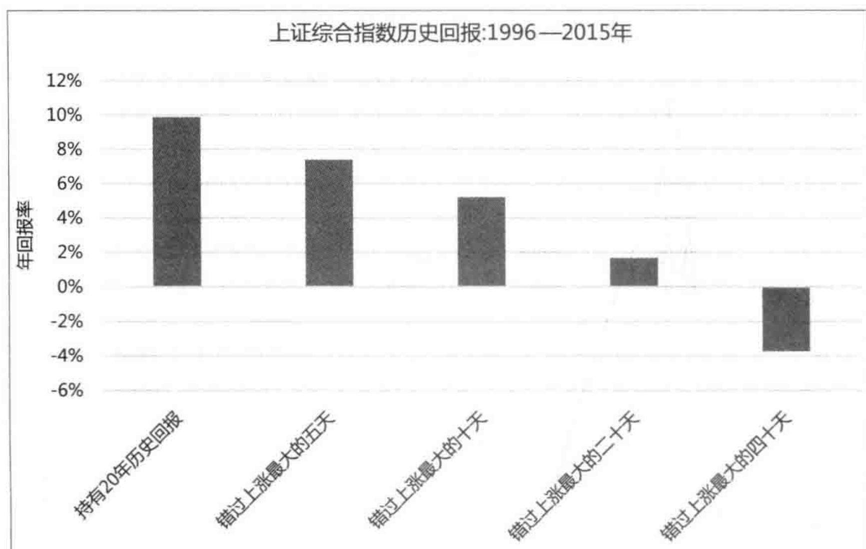
同样以过去 20 年的标准普尔 500 指数回报为例（1996—2015 年）。这 20 年投资并持有标准普尔 500 指数的投资回报为每年 4.8% 左右，但是如果投资者由于各种原因在股市上涨最大的 5 天没有持有股票（踏空），那么其回报就会下跌到每年 2.7% 左右。如果投资者错过了股市上涨最大的 10 天，那么其回报会进一步下跌到每年 1.2% 左右，而如果投资者不幸错过了上涨最大的 40 个交易日（占总样本的 0.8% 左右），那么其回报就变成了惨不忍睹的每年负 5% 左右。

也就是说，如果投资（投机）者搞错了 5,000 多天中的 5 天（占比 0.1%），在那上涨最大的 5 天阴差阳错没有持有股票，那么他即使坚持投资（投机）20 年，也很难把那 5 天的损失补回来，如果错过的天数更多（比如 20 或者 40 天），那么投资者可能一辈子都不可能把损失弥补回来了。

有朋友可能会问，你上面说的都是美国的股市，我们国内股市和美国股市不一样，上面提到的美国股市规律在中国股市也适用吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上上面提到的道理在 A 股也是类似的，甚至更加明显，因为 A 股的波动率更大。



数据来源：彭博社

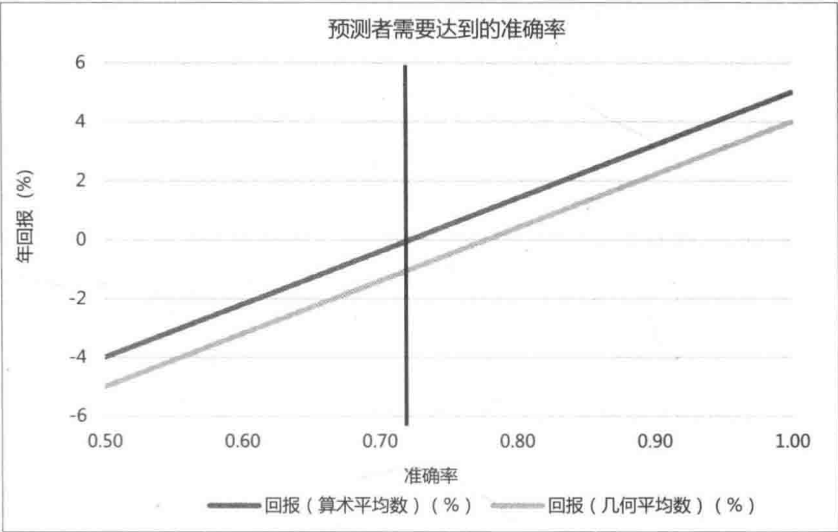
同样以过去 20 年的上证综合指数回报为例（1996—2015 年）。这 20 年投资并持有上证综合指数的投资回报为每年 9.8% 左右（注：没有包括公司红利回报），但是如果投资者由于各种原因在股市上涨最大的 5 天没有持有股票，那么其回报就会下跌到每年 7.4% 左右，如果投资者不幸错过了上涨最大的 40 个交易日，那么其回报就变成了惨不忍睹的每年负 3.7% 左右。

A 股在过去 20 年给予投资者大约每年 9.8% 左右的回报，其实是很不错的。但是很多投资者在这样一个“牛市”中，也无法赚钱，其中很大的一个原因就是因为择时的企图而踏空，错过了股市上涨最大的几个交易日，以致于严重拖累了自己的投资回报。

美国作者 Mark Hebner 在他的著作 *Index Funds: The 12-step Program for active invesotrs* 中，关于投资者择时的问题提到几篇非常不错的研究分析，我在这里和广大读者分享一下。

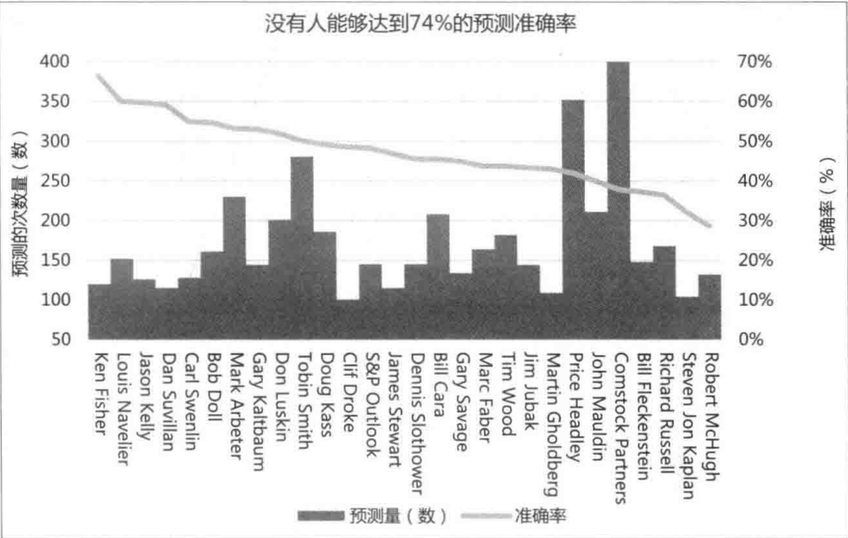
首先，一个让很多投资者朋友们最关心的问题是：如果我的择时策略是有效的，我需要保证的最低预测准确率是多少？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：Sharpe, William F. "Likely Gains from Market Timing." Financial Analysts Journal (1975): 60-69.

美国著名的金融经济学家，诺贝尔奖得主威廉·夏普曾经研究过这个问题。他在一篇学术论文中提出，要想在择时的游戏中占得便宜，预测者需要达到 74% 的准确率。如果无法达到 74% 的准确率，那么投资者还不如做个傻瓜，买个被动型指数基金并长期持有。



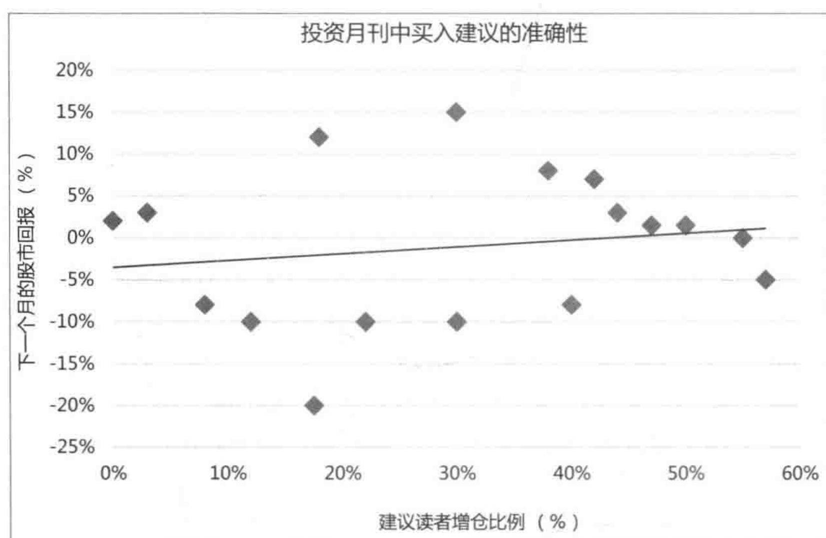
数据来源：Sharpe, William F. "Likely Gains from Market Timing." Financial Analysts Journal (1975): 60-69.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么有没有人能够达到74%的预测准确率呢？夏普统计了当时美国一些比较有名的股票预测专家的记录，发现竟然没有一个人能够达到74%的准确率。在上图中我们可以看到，记录最好的预测专家Ken Fisher，其准确率为66%左右，这已经是十分惊人的准确率了，但还是没有达到74%的可以帮投资者赚钱的准确率，其他那些更蹩脚的预测“砖家”就更不用提了。

在美国，预测股市的除了上面这些“砖家”之外，还有很多投资简报和投资杂志，这类出版物大多由“专家”或者“专家组”进行撰写，而其中有一大部分很重要的内容即预测股市的走向，那么这些期刊杂志的预测准确性有多高呢？

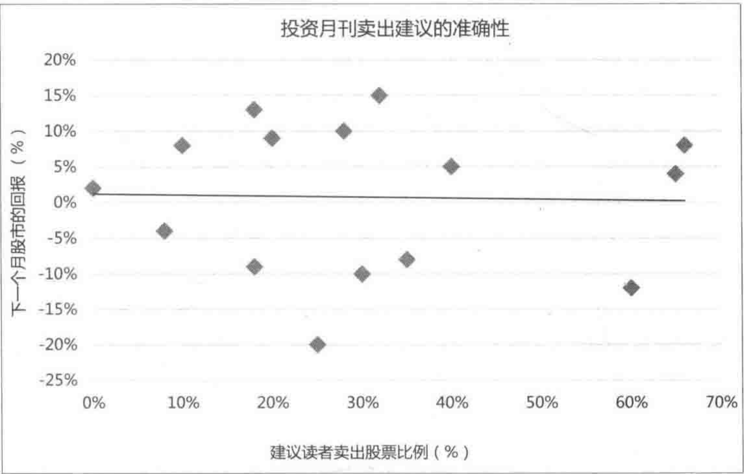
美国有位学者John Graham收集了数百本投资期刊，并对它们对于股票市场的预测做了统计分析，得出的结果同样不让人乐观。



数据来源：Graham, John R., and Campbell R. Harvey."Market timing ability and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations." Journal of Financial Economics 42.3 (1996): 397-421.

比如上图的横轴显示的是那些投资月刊中建议读者增加购买股票的数量（从0%到70%不等），而纵轴显示的是在做出推荐之后的下一个月，美国股市的回报（介于–20%到20%之间）。我们可以看到，这些投资简报做出的购买股票的预测，和股市的走向基本没有什么相关性。在很多时候，简报做出了增加购买20%~40%的股票的建议，而下一个月股市下跌了10%，甚至在个别月份下跌了20%。

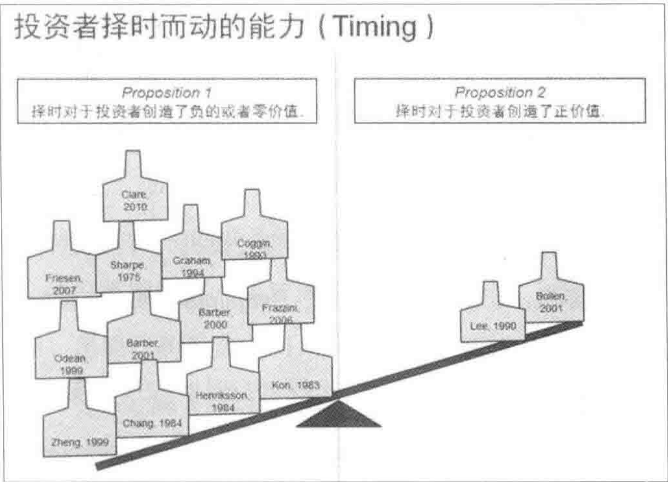
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Source: Graham, John R., and Campbell R. Harvey. "Market timing ability and volatility implied in investment newsletters' asset allocation recommendations." Journal of Financial Economics 42.3 (1996): 397-421.

在这些简报季刊做出看跌预测，建议投资者卖出手上的股票时，其正确率也很差劲。比如上图显示，在这些简报建议卖出股票后的一个月，美国股市大约有一半时间是上涨的，也就是说那些所谓的"砖家建议"的价值和投一枚硬币然后根据正反面去买卖股票结果差不多。

现在，让我们来将学术界做过的研究综合起来，分析一下到底投资者择时而动的能力有多少。



数据来源：五福资本综元分析（Woodsford Meta Analysis）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在五福资本所做的研究汇总综元分析中，我们花了不少时间来整理这些发表于国际顶级期刊的学术研究结果，并将研究结果划分为两大类。

（1）投资者有择时的能力：即使在扣除交易费用和其他费用之后，投资者仍获得超额的回报，由上图右侧的砝码表示。

（2）择时努力对于投资者来说创造了负的或者零价值，由上图左侧的砝码表示。

大多数的研究发现，择时让投资者的回报更差，即我们的广大投资者无法通过择时为自己赢得更好的投资回报。例如，一项研究[①]表明，"择时的努力让投资者每年损失 2.65% 的净回报"。另一项研究[②]发现，"在 1991 至 2004 年，股票型基金投资的择时决定每年让投资者损失 1.56%"。

这些学术研究的结论和我们观察到的实证结果是相符的。

截至 2014 年年底	美国股票基金投资者回报	标准普尔 500 指数回报
过去 1 年	25.54%	32.41%
过去 3 年	10.87%	16.18%
过去 5 年	15.21%	17.94%
过去 10 年	5.88%	7.4%
过去 20 年	5.2%	9.22%

数据来源：Dalbar's Quantitative Analysis of Investor Behavior， 2014

如上表所示，在 1995 年至 2014 年的 20 年间，不管是过去 1 年，3 年，5 年，10 年或者 20 年的投资回报，希望通过择时来获得回报的投资者的真实回报总是低于傻瓜型购买并持有指数的投资者的回报。在整个 20 年间，主动型股票基金的投资者在美国每年的平均回报率是每年 5%左右，而标普 500 指数基金在同一期间的回报为每年 9.22%左右。

在本节的最后，让我援引几位智者对于投资（投机）者热衷择时的评论吧。

价值投资理念的鼻祖，巴菲特的老师——Benjamin Graham 曾经说过：在我研究

① Barber and Odean, Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investment, The quarterly journal of economics, February, 2001

② Friesen and Sapp, Mutual fund flows and investor returns: an empirical examination of fund investor timing ability, Journal of Banking and Finance, 31:9, September 2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了华尔街过去 60 年的历史后得出的结论是——没有人可以预测股市的走向。

美国著名学者 William Bernstein 在他的一本著作 *The Intelligent Asset Allocator* 中说：这个世界上有两种投资人，第一种是不知道股市往哪里走的，第二种是不知道他们自己不知道股市的走向的，但是事实上还有第三种人，他们靠假装可以预测股市的走向来骗吃骗喝。

耶鲁大学基金会主席查尔斯·艾利斯在他的著作《投资艺术》（*Winning the loser's game*）中提到：择时是一个非常糟糕的主意，永远不要去尝试。

3.3 坚持长期投资的关键：多元分散

在我和众多投资者沟通的过程中，发现一个很多人面临的共同难题。绝大部分投资者都同意我们应该保持长期投资的习惯，但是他们经常发现自己无法坚持下来。其中一个主要原因就是：很多投资产品（比如股票）的价格波动实在太大。当某只股票价格下跌超过 20% 甚至更多时，很多投资者就坐不住了，感觉一定要做些什么，而很多研究表明，投资者在这时候做出的决策恰恰是最不理性的。

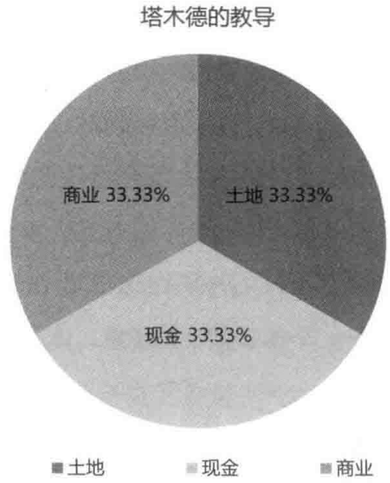
那么有什么应对方法呢？答案是：跨资产类别和跨地域的多元化投资策略，在这一小节就详细来谈谈这个问题。

3.3.1 塔木德的智慧

多元投资，即不要把鸡蛋都放在一个篮子里的概念可以追溯到早在 2,000 多年前的犹太法典塔木德（Talmud），塔木德在犹太教中被认为是地位仅次于塔纳赫（Tanakh，即犹太教正统版的希伯来圣经）的宗教文献。

在塔木德中，那位睿智的古人明智地给出了以下建议，即把一个人的财富平均地分散在商业实体、房地产和现金之间。塔木德中的原话是这么说的：一个人应当每时每刻都把自己的财富分成 3 份：1/3 投入土地（不动产，编者注），1/3 投入商业，1/3 留在手上（现金，编者注）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个古老的概念后来被莎士比亚加以发挥，体现在其著作《威尼斯商人》之中。让我在这里从这部经典著作中摘抄一段：

My ventures are not in one bottom trusted

Nor to one place; nor is my whole estate.

这首诗的意思是：我的财富不能放在一个篮子里，它们不在一个地方，也不在一所房子中。可见威尼斯商人夏洛克在如何保护自己财产上面可精明着呢。

现代金融理论对于投资多元化的研究始于 20 世纪 50 年代。从大的方面来讲，多元分散需要在多个维度上实现：资产分散（不同的资产类别）、市场分散（不同的国家市场）和时间分散（坚持长期投资）。

3.3.2 资产分散

资产分散的理论依据来自于诺贝尔奖获得者马尔科维奇提出的现代资产组合理论（Modern Portfolio Theory）。现代资产组合理论提出，如果在资产组合中加入新资产，那么有可能在不改变资产组合收益的情况下降低风险。

现代资产组合理论的基本逻辑是投资者在做出自己的投资决策时，不应该孤立地看待自己的投资标的，而应该把他们放在一起作为一个投资组合看待，比如只关注自己买的可口可乐股票，或者在上海浦东的某套商品房是没有意义的，聪明的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者应该把所有的资产全都包括起来一起研究。

如果把这些资产加在一起研究，马尔科维奇为投资者发现了一道“免费午餐”。因为这些不同的资产之间的相关性不高，把他们放在一起可以在不损失资产回报的前提下有效地降低整个投资组合的风险（即波动性）。相关性不高是什么意思呢？就是比如投资者同时持有股票和房子，股票的价格会上下波动，房子的价格也会上下波动，但这两者的价格不会在同一时间一起上下波动。在大部分情况下，股票上升，房子价格可能上升，或者不动，或者下降，在绝少情况下会和股票一起上涨。



数据来源：标准普尔公司，彭博社

在这里举个很简单的例子，上图中显示的是美国一些大公司从 2001 到 2011 年(10 年）的股票价格收益和风险（股价变动标准差）之间的对比关系。可以看到如果把市场上所有的公司都汇总在一起（图中标准普尔 500 指数），其收益要高过很多单独的公司（比如英特尔、通用电信、思科等这些大公司），而风险要低过这些大公司。这就是马尔科维奇对金融领域的贡献：通过将这些不同股票组合起来，投资者不仅降低了投资风险，同时也提高了投资回报。

马尔科维奇的发现是划时代的，这也是他获得诺贝尔奖的原因之一。我们大部分人对于分散投资的理解可能还在塔木德的层面，即我们心里都明白，不要把所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的财富都放在一个标的物上，但同时我们心里也有这个假设，即分散投资在降低风险的同时，也会降低收益，毕竟不可能每个投资标的都能让人一夜致富，但现代投资组合理论对于金融理论的贡献在于，它证明了通过分散投资，可以在不影响投资收益的前提下降低投资的风险。

一个好的多元分散的资产组合，其理想的状态是兼容并包，所有的资产都需要包括，在这里举个简单的例子。

2002—2016 年	100% 美国股票	50% 美国股票 /50% 美国投资级公司债券
年回报	11.5%	11.1%
年波动率	19.4%	9.1%
夏普比率	0.59	1.22
最大回撤	-53%	-30%

数据来源：五福资本，彭博社

如果在一个股票组合中加入公司债券，那么该投资组合的风险可以被显著降低，比如上表比较的是两个不同的资产组合在 2002—2016 年的回报表现。资产组合 1 是 100% 的股票，而资产组合 2 是一半股票，一半公司债券。我们可以看到组合 2 的回报几乎和组合 1 一样，但风险（波动率）要低很多。这也验证了马尔科维奇现代资产组合理论的正确性，即将不同资产组合起来，可以在不降低回报的情况下降低风险。

如此资产组合的另一大好处是，在金融危机时期，组合资产的抗跌能力要比单一资产好很多，比如美国股票在 2008 年金融危机的最大回撤达到了 -53%，而同期双资产组合配置的最大回撤为 -30%，比单个股票的资产组合要好很多。

2002—2016 年	50% 股票 /50% 政府债券	1/3 股票，1/3 政府债券，1/3 公司债券
年回报	10.3%	10%
年波动率	8.4%	5.9%
夏普比率	1.23	1.70

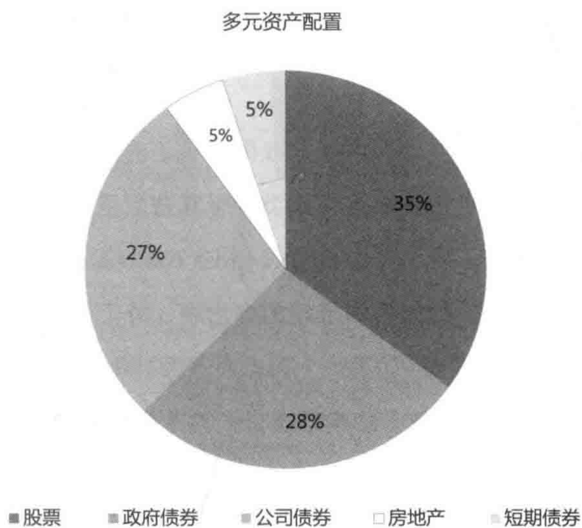
数据来源：五福资本，彭博社

如果我们在资产组合中进一步加入政府债券，我们可以看到该资产组合的风险调整后收益以及夏普比率得到进一步的提升。也就是说，三个资产（股票、公司债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券和政府债券）的资产组合要比两个资产（股票和公司债券）的资产组合更好。

所以在一个理想的多资产配置设计中，该组合应该包括各种能够给予投资者长期回报的资产类型。比如下图显示的是一个典型的多资产配置组合，在这个资产组合中，投资者的配置包括了股票、政府债券、公司债券、房地产和短期政府债券，可谓大而全。



数据来源：五福资本

3.3.3 市场分散

多元分散还有一个重要的原则是市场分散，以股票投资来说：作为投资者我们是应该持有美国股票，还是中国股票？要不要包括欧洲和日本，或者印度和巴西？这是很多投资者面临的比较头疼的问题，而我的建议是：你应该包括全世界所有的国家。

在我们购买全世界所有的股票时，我们可以把自己想象成为“世界资本主义集团”这家公司的股东。世界资本主义集团在 2014 年的市值是 43 万亿美元左右，销售额达到 26 万亿美元，利润总额 2 万亿美元。这家公司有一万多个 CEO，覆盖 400 多个行业，在全球接近 200 个国家都有分公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据目前世界股票市场上的市值，在这家“世界资本主义集团”中的国家分配权重如下：美国大约占一半，其次是欧洲，然后是日本和其他国家。作为这家公司的股东，我们应该投资所有这些国家的上市公司股票。

通过包括所有国家来进行合理分散的另一个重要原因是：作为一个投资者很难去预测接下来哪个国家的股票会表现更好。多元投资对于中国的投资者来说尤其重要，中国在过去 30 年的经济增速在全世界首屈一指，很多资产，比如房地产的价格有了大幅度增长，同时也造就了不少富豪。但是如果我们把时间维度拉长来学习历史，我们就可以发现在盛世之下也有隐藏的危机。

目前来看，即使中国在改革开放以来取得了长足的进步，但由于很多原因还是被归入发展中国家，国际机构做出这样归类是有其背后逻辑的。衡量一个国家是否属于发展中或者发达国家，除了人均 GNP（Gross National Product，国民生产总值）之外，还有不少其他指标，比如资本市场的自由度、外汇控制的自由度、公司治理的透明度、政策法规的透明度等。如果一个国家在上面列举的这些领域不够公开透明，有腐败空间，那么从长期来看就会影响该国资产给予投资者的回报。



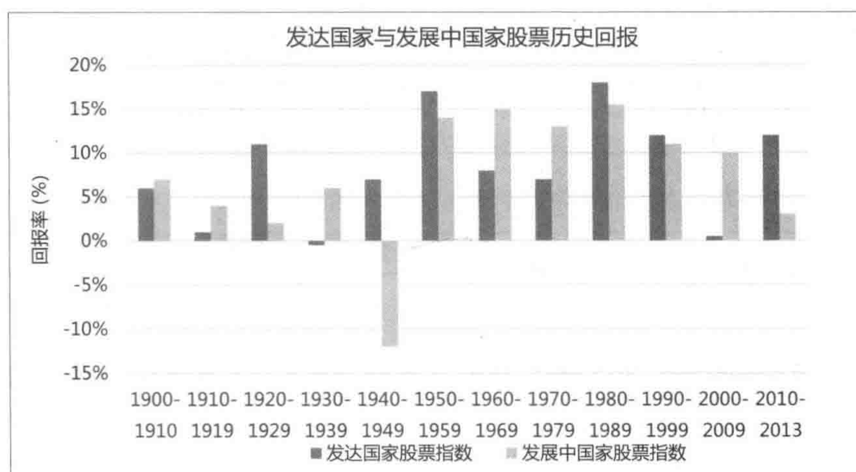
数据来源：Elroy Demson, Paul Marsh and Mike Staunton，Triumph of optimists

从历史上来看，发展中国家由于在这些方面的建设不及发达国家，因此其资本市场的回报也不及发达国家。英国伦敦商学院的教授 Elroy Dimson 和他的同事们检验了世界上四十个国家从 1900 年开始的股市和债市回报，得出的结论是在过去的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100 年间，发达国家的股市年回报率达到 8.3% 左右，而发展中国家的股市年回报率在 7.4% 左右，这样的差别看似不大，但经过 100 年的复利增长，产生了三倍左右的回报差距，即投资发达国家股市的回报要比发展中国家的股市回报好上 3 倍左右。

那么是不是购买发达国家的股票一定会胜过发展中国家股票呢？这倒也不尽然。



数据来源：Elroy Demson, Paul Marsh and Mike Staunton，Triumph of optimists

这张图显示的是过去 100 年世界上发达国家和发展中国家股票市场的回报。我们可以看到，在每个十年区间，发达国家和发展中国家的股票回报大相径庭。

比如在 1980 年代和 1990 年代，发达国家的股市表现要比发展中国家出色很多，但是到了 21 世纪的头十年（2000—2010 年），发展中国家的股市表现又超过发达国家，而这个情况到了最近几年又开始发生逆转。

如果我们把投资范围局限于一个国家，那么我们就可能面临难以预测的不确定性投资风险，导致自己蒙受非常严重的投资损失。以日本的股市为例，日经指数从 1980 年的 5,000 点左右上涨到 1990 年的 40,000 点左右，十年间涨幅高达 700%，堪称世界之最。同时，1985 年日本和美英法德签订了广场协议后，日元在接下来的五年（1985—1990 年）中从 1 美元兑 250 日元升值 66% 左右，到达了 1 美元兑 150 日元的水平，所以如果以美元计，日本股市在 1980—1990 年这十年中的升值幅度远超于世界上其他任何一个国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是如果投资者继续把投资放在日本国内，那么他在接下来的十年中的回报则是惨不忍睹。从 1990 年到 2000 年的十年间，日经指数从 40,000 点左右的高点下跌到 10,000 点左右，跌幅高达 75%。同期，标准普尔 500 指数的涨幅大约在 315% 左右（从 1990 年 1 月 1 日的 350 点上涨到 1999 年 12 月 31 日的 1458 点），如果投资者将全部鸡蛋都放在一个篮子里，那么他所需要承担的风险是巨大的。

让我们再就最近十年的世界股票回报表现做一下分析研究。

时间区间	2006.9—2016.9
美国	69.4%
欧盟	-12.6%
中国	104%

数据来源：彭博社

上面显示的是过去十年（2006 年 9 月到 2016 年 9 月）美国、欧盟和中国的股票历史回报（扣除通胀前，美元回报）。以上证综合指数计算的中国 A 股，在这十年间上涨了 88%，同时，人民币兑美元汇率从 2006 年 9 月的 1:8 上涨到 2016 年 9 月的 1:6.68，升值了 16% 左右，所以如果算上人民币升值，那么中国股市以美元计的回报在这十年间上涨了 104%，堪称全球表现最好。

在过去十年中，我们见证了一个中国奇迹，因此其资产回报（以美元计）也引领全球。始于美国的金融危机给全球各国造成了深远影响，但作为危机始发国的美国，采取了非常激进和宽松的货币政策作为应对，因此很快从危机中恢复了过来。而同样受到金融危机波及的欧洲，由于其他一些因素（比如欧元的先天性设计缺陷，西 / 葡 / 希 / 意等国的债务问题等）深陷泥潭，到现在还在危机之中残喘。

而我们要考虑的问题，是目前中国的情况更加类似于 1980 年的日本，还是 1989 年的日本？就像我在上文中举到的例子，当日本经济在 1990 年开始走下坡路，继而经历那失去的十年，二十年甚至三十年时，没有人可以预见到这场大危机的来临。

事实上没有证据显示任何人有能力去准确地预测接下来的十年中哪个国家的哪种资产表现会更好。在这种情况下，更理性的选择是多元分散：每个国家的不同资产都购买一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3.4 不可知的不确定风险

美国前国防部长拉姆斯菲尔德说过，这个世界上有很多种不同的风险，比如有我们知道的确定风险，也有我们知道的不确定风险。但我们面临的最大风险，是不可知的不确定（The unknown unknowns）风险。如果回顾历史，就会发现这种连我们自己都不知道的不确定风险会对我们造成最大的问题。

坚持多元投资策略的另一个更重要的原因，是我们在未来总可能面临不可知的不确定风险。这种风险的特点就是，首先很难量化其发生的概率和可能造成的损失，其次我们压根不知道有这样的风险，因此根本不可能提前准备。多样化的投资，是应对这样一个充满未知世界的最好方法之一。

2008 年发生的金融危机就是这样一个典型的不可知的不确定风险事件。没有人预料到 2008 年金融危机的来临，以及它对经济造成的影响，所有的政府领导人和央行行长们只是在对于不断发生变化的时局做出自己的本能反应。由于没有人做好充分准备来应对这场危机，因此更加加剧了事件变化的不可预测性，因为你根本不可能知道政府和央行会推出何种政策来应对危机，所有这些不确定性加在一起，就极大地增加了广大投资者在当时做出理性决策的难度。

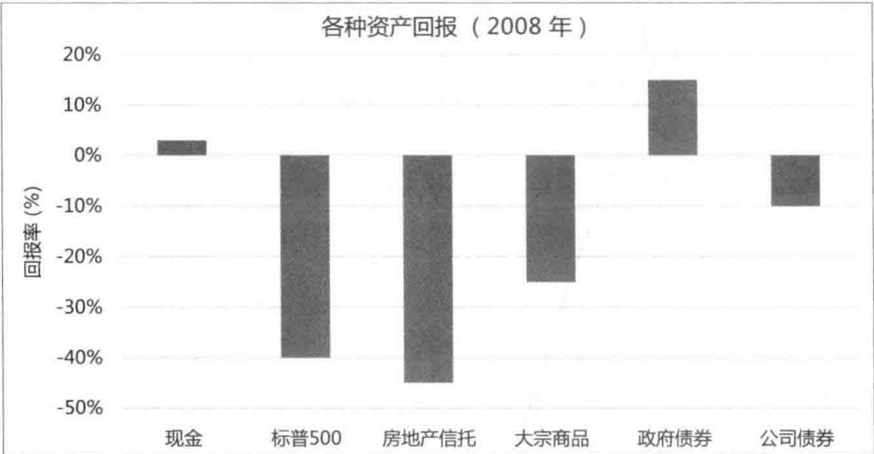
在 2008 年的最后一个季度，雷曼兄弟宣布破产，美国国际集团在破产的边缘，而花旗银行很有可能被政府国有化。在那一刻，投资者面临的是一个十分困难的局面：坚持持有股票的话，手中的财富可能会变得一文不值。因为虽然股市已经下跌了 40%，但难保不会继续下跌，当然投资者也可以在当时股市估值非常低的情况下出售股票，保有现金，但这也导致投资者失去股市反弹，挣回之前损失的机会。

事实上大多数投资者选择的方式是出售部分甚至全部股票，这一决定在今天看来十分错误，因为投资者们恰恰在股市达到底部时选择割肉平仓，错过了之后的大牛市，但要任何一个投资者在当时的情况下坚持持有股票也是一件非常困难的事情。事实上这也是为什么 2009 年股市反弹如此迅猛的原因之一，因为大部分投资者都已经离开股市，因此在市场复苏的时候，绝大部分投资者都需要买进股票以补仓。

多元化的投资组合，可以向投资者提供一些缓冲，因为即使股票大跌，至少还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有其他资产，比如债券、现金和房地产，可以为投资者提供一些回报。这也是现代资产组合理论的贡献之一，即所有的资产类别，包括股票、债券、现金和房地产，在同一时间大幅度下跌的概率是很小的。



数据来源：彭博社

当然 2008 年的危机是比较少见的，因为那时股票、房地产和公司债券全都下跌，唯一挺住的是政府债券和现金，这也凸显了在投资组合中囊括所有资产类别的重要性。即在一个理性投资者的资产配置中，需要包括那些偏风险的资产如股票和房地产，也需要囊括那些偏保守的资产如政府债券和公司债券。

在这里再和大家举一个美国股票和债券长期历史回报的例子。

持有年数（1802—2012 年）	股票回报 > 债券回报
1 年	58.5%
2 年	60.5%
5 年	67.2%
10 年	67.6%
20 年	83.9%
30 年	91.2%

数据来源：Siegel,J: Stocks for the long run, 2014

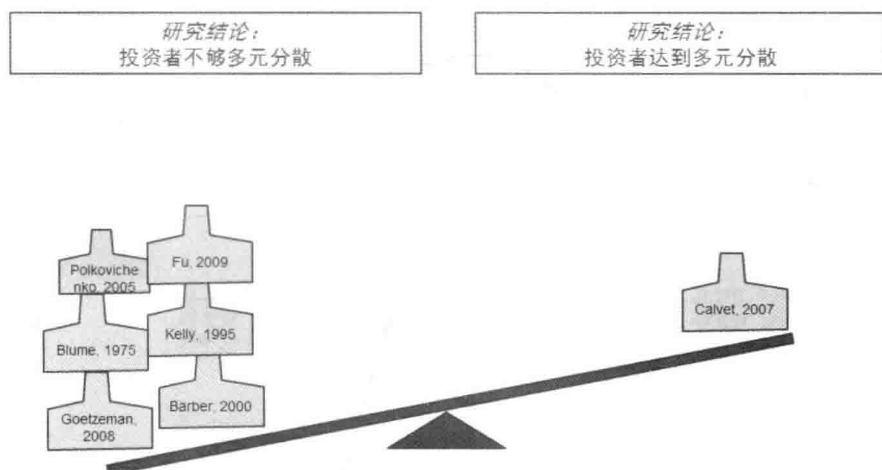
如果回顾美国在过去 210 年的资产回报就会发现，在任何一个 30 年间，有 91%的机会，股票回报会高过债券或者现金。然而，仍然有 9%的机会，债券将提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供比股票更好的回报，最近的一次是 1982 年到 2011 年。即使是最大胆的投资者，纵使有无限长的投资时间，他也应该持有一些多样化的资产组合。

3.3.5 忽视多元分散给投资者带来巨大损失

很可惜的是，即使在现代资产投资理论被提出的五十多年来，甚至已经进入了大部分大学金融系科的教材之后，大多数投资者还是对多元分散投资的重要性熟视无睹。



数据来源：五福资本综元分析

上图显示的是五福资本研究汇总综元分析对于该问题的研究结果。大部分研究发现，世界各国的投资者都没有做到充分分散自己的投资组合。

那么为什么普通投资者们对分散投资这一建议不感冒呢？这其中有不少原因，比如有我们之前提到的行为偏见，如过度自信和本国偏见。本国偏见大多见于大国，如美国、英国和中国的投资者，即他们更喜欢投资本地的股票、债券和房地产市场，而忽略了国际多元分散的重要性。

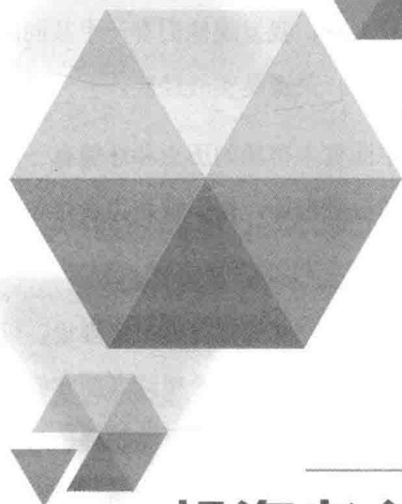
举个例子来说，2001 年 12 月份，美国的能源企业巨头安然公司（Enron）宣布破产，经历破产风波的安然公司股票价格，从 2001 年 1 月份时的每股 80 美元，一路下滑到 2002 年 1 月份时的每股 0.7 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在安然公司宣布破产的时候，该公司的退休基金中，大约有62%左右持有本公司（安然）的股票，这些退休基金的持有者大多数是安然公司的在职和退休员工，这些员工和他们的家庭蒙受了巨大的损失。这就是一个投资者忽略多元分散的重要性而吃大亏的典型例子，在这个例子中，安然公司退休基金的持有者，将自己的投资风险过多地集中在一只股票上，因此在出现没有人能够提前预测到的“黑天鹅事件”时，遭受了灭顶之灾，连自己的“棺材本”都搭了进去。

聪明的投资者，会以合理的成本达到自己投资的多样化以帮助自己在资本市场中更好地长期坚持自己的投资策略，合理的多元分散是能够保证我们可以长期坚持的最重要条件之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 部分

投资者必须了解的投资理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我和很多有多年炒股经验的投资者聊天时，我发现他们有一个共同的特点，即都认为书本上的金融投资理论没什么用，关键是实战经验。

这些投资者们得出这样的结论可能和中国资本市场的历史和环境有一定的关系。但是在发达资本主义国家相对成熟的金融市场，知识就是力量这句话并没有过时。

在本书的第 2 部分，我会向读者朋友们介绍一些最重要的投资理论，以及这些理论在实践层面的操作应用。在读完这一部分以后，希望读者朋友们可以和我一样，意识到金融理论背后蕴含的高度的人类智慧，以及这些理论对于指导投资者获得投资成功的重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

市场有效性理论

市场有效性理论，从诞生一开始就饱受争议，特别是华尔街的金融从业者，对于来自于象牙塔的市场有效性理论一向充满鄙夷和不屑。要知道，如果市场确实是有效的，那么这些华尔街的券商和基金经理做的工作就和占星师差不多（诺贝尔奖得主尤金·法码语），完全是在忽悠大众。

但是也有越来越多的证据表明，发达国家的资本市场，其有效程度确实非常高。美国一家非常大的基金 DFA 的创始人 Rex Sinquefield 说过：现在还有谁在怀疑市场的有效性？显然只剩下朝鲜人、古巴人和主动型基金经理。在美英等发达国家，资本市场很难战胜已经被相当多的证据和研究所证实。

在本章中，我会和大家分享一下市场有效性理论的来源和背后的逻辑，以及该理论在实践层面的应用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.1 什么是市场有效性

和很多投资者朋友沟通的时候，我们经常会聊到市场有效性的问题。

大家知道，如果市场是有效的，那么我们去试图选股、择时，或者挑选主动型基金经理就是浪费时间，更好的策略应该是购买并长期持有低成本的指数型基金。而如果市场是无效的，那么我们就应该多花一些时间去挑选股票，去择时，或者把钱交给主动型基金经理，让他们帮我们进行选股和择时。因此市场是否有效，对于广大投资者来说是一个很重要的问题。

很多中国的投资者，对于国外的“成熟”市场是比较敬畏的，他们愿意放下高贵的自尊，承认美国和欧洲市场属于强有效市场，很难战胜，但是对于中国国内的市场（比如 A 股市场），他们则会搬出各种理由来强调自己进行主动投资的正确性。比如有些朋友会说，你没看到巴菲特么？股神的存在不恰恰证明了市场的无效性？后面没有说出来的一句话是，因此我也可以像巴菲特那样战胜市场。

另外有些朋友会说，中国市场和美国市场不一样，中国股市里有 80% 左右的散户，有这么多业余玩家存在，所以这个市场一定无效。后面没有说出来的一句话是，因此我可以轻松战胜这些业余级散户，从而获得比市场平均水平更好的投资回报。

产生这样的想法很正常，但是这样想究竟有没有证据支持呢？在这一小节中，来说说这个问题。

在讨论上面这些问题之前，需要先对关于市场有效性理论的历史研究做一个非常简要的概述。

1900 年，法国的博士生路易·巴舍利（Louis Bachelier）写了一篇博士毕业论文，叫《投机理论》（*The theory of speculation*），在论文中巴舍利得出结论：在证券价格历史中没有有用的信息。

巴舍利通过数学证明的方式，得出结论即买卖股票的预期收益为零（如果算上交易费用，那么买卖股票的预期收益为负）。当时巴舍利的这个论点属于非常离经叛道，完全背离大家对于投资的传统认识，因此他的论文被他的导师们嗤之以鼻。

60 多年之后，巴舍利的理论被美国著名经济学家保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和尤金·法码（Eugene Fama）等人加以发展，形成现代金融理论中重要的随机漫步理论和市场有效理论。

萨缪尔森在他 1965 年发表的一篇重要的学术论文[①]中得出以下结论：

（1）市场价格（比如股价）是公司价值最准确的估计；

（2）市场价格变动是随机的；

（3）未来的股价无法预测。

萨缪尔森曾经说过：投资应该是很无聊的，就像看着油漆慢慢干或者草慢慢长，如果你想要刺激，那就拿上 800 块钱去拉斯维加斯好了。

1970 年，美国另一位著名的经济学家尤金·法码提出有效市场理论。在该年发表的论文[②]中，法码指出：股票市场中的股票价格不断地反映了关于股票的所有信息，股票市场价格趋势无法预测。

法码曾经说过：在我看来，选股的那些家伙和占星师们干的行当差不多，但我不想玷污占星师们的名声。

在有效市场假说模型中，法码教授提出了三种有效程度不同的市场（弱有效、半强有效和强有效市场）。在强有效的市场中，证券的价格反映了所有公开和不公开的信息。

举个例子来说，假设工商银行的股票价格是每股 50 块钱，那么根据强有效理论，这每股 50 块钱的股票价格已经将所有关于工商银行的信息包含了进去，比如该银行的盈利前景、成本估算、行业竞争情况等。目前市场上交易的股票价格，是最公平、最准确的价格。

这样的市场被称为是有效的，但市场有效并不代表证券价格就静止不动了，如果有更新的信息被发现，那么证券价格会变化，比如当大家知道工商银行下一季度的盈利会下降时，其股票价格会随之下跌，一直跌到一个新的公允价格为止。新的公允价格包括了这支股票盈利预期下降这个新信息，在这个时候市场价格重新成为均衡价格。

---

① Samuelson P, Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly, Industrial Management Review, 6:2, 1965.

② Fama E, Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, The Journal of Finance, V.25, No 2, 1970.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在完全有效的市场下，任何买卖股票的行为都是浪费时间，因为当前的股票价格已经完全反映了所有相关的信息，也就是说其股票价格是公平合理的，不高也不低。如果此时去买卖股票，相当于赌一个未来的不确定性。因为未来的新信息可能是利好，也可能是利空，在这种情况下买卖股票和投一枚硬币猜正反面的性质是类似的。投资者无法从买入或者卖出中得到任何便宜。

4.2　众人的智慧

市场有效假说背后隐含的逻辑是：多数人做出的判断要优于某些人做出的判断。一个证券的价格，比如工商银行股票的价格，到最后显示 50 元，是因为市场上有千千万万的交易者，在经过多次交易以后形成了对这只股票价格的共识。

这也意味着如果你想去购买这只股票，别人不会愿意以 49 元卖给你，而如果你要卖出这只股票，也没人愿意以 51 元买入，50 元是市场上所有人对这只股票形成的价格共识。对于成千上万的投资者来说，他们对工商银行股票估值肯定不同，有些人可能会估 30 元，有些人可能会估 100 元，但经过股市将这些所有人的估值综合起来以后，形成了 50 元这个综合的平均估计。

那么众人的智慧肯定高于组成众人的个体么？

英国科学家高尔顿（Francis Galton）于 1907 年在《自然》（*Nature*）杂志上发表了一篇学术论文[①]，并且在该论文中提到下面这个例子。在英国一个小村庄里每年都要宰牛以庆祝节日，在庆祝之前镇长会让每个村民去猜将要被宰杀的牛的重量，结果他们发现所有村民给出的猜测的中位数，距离牛的正确的重量是最近的，比任何一个村民的猜测都要来的更加准确，于是高尔顿在论文中得出结论：众人的智慧要高于其中任何一个个人。

1968 年，美国海军的一艘潜艇“蝎子号”（Scorpion）在北大西洋消失。在茫茫的大海中寻找一艘沉没的潜艇，简直就是大海捞针，可以想象其中的挑战，当时美国政府指派一位名叫 John Craven 的官员负责搜寻该潜艇。为了完成这个艰巨的任

① Galton F, Vox Populi, Nature, 75, 1907.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务，Craven 召集了一批不同领域的专家，包括数学家、潜艇专家、物理学家等，然后 Craven 让他们各自分别去测算潜艇的沉没地点。在这些不同领域的专家做出各自独立的判断之后，Craven 将这些猜测的地点综合起来，最后确定出一个大概的位置，五个月后，美国海军找到了该潜艇，距离 Craven 提出的可能地点约 200 海里。这又是一个众人智慧高于个人智慧的经典例子。

那么在资本市场中，众人的智慧程度如何呢？有炒股经验的朋友可能会忙不迭举出不少众人不理性的例子，比如 1999 年的纳斯达克股灾，2008 年的金融危机，2015 年的中国 A 股股灾等。这样的想法无可厚非，但却不一定正确。

美国经济学家 Fischer Black 曾经在他的学术论文《噪音》（*Noise*）中提出，市场上有两种交易者，即噪音交易者和信息交易者。噪音交易者在进行买卖时比较冲动，比如他们一听到风吹草动，如看到新闻报道，或收到一些小道消息就忍不住要买入或者卖出自己的股票；而信息交易者则是那些专心分析高质量信息，有能力将噪音剔除的理性交易者。

在这样的情况下，噪音交易者不断买卖，人为地造成市场非理性波动，而信息交易者则有机可乘，可以低买高卖。由此可见，如果一个市场中有大多数的噪音交易者，那么这个市场的有效程度就很低，因为大部分人都在瞎买瞎卖，因此资产价格很难反映合理公平的水平。而如果一个市场中有更多的信息交易者，那么这个市场就会趋向有效，因为信息交易者只会在资产价格偏离基本面时进行交易，并且把价格水平拉回到合理的位置。

在文章的最后，Black 的结论是：我认为绝大部分市场在绝大部分时候，即 90% 的时候，都是有效的，虽然有时候确实会有市场无效的时候，但那是属于非常少数的情况。

4.3 市场有效性的两条推论

仔细分析市场有效理论，可以认识到该理论包括下面两个推论。

（1）市场很难被战胜，即天上不会掉馅饼。

（2）市场上的价格总是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从我们整理的大量实证研究结果来看，第一条结论基本正确，即使是职业基金经理也很难战胜市场。

在上文中我们提到过五福研究汇总综元分析中检验过的大部分的实证研究，发现基金经理们管理的基金，在扣除其费用之后，无法战胜市场。很多在学术界有杰出贡献的知名学者，也都支持这个结论。

比如 2002 年诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）说过：散户是不可能战胜市场的，这种事情完全不可能发生。

1990 年诺贝尔奖得主 Merton Miller 说过：如果一个养老基金的经理没有将他的投资组合中的绝大部分投入到以指数为核心的被动投资策略，那么这个经理就没有做好他的本职工作，这个经理就是有罪的！

1990 年诺贝尔经济学奖得主 William Sharpe 说过：基金经理在扣除费用后的平均回报一定低于以指数基金作为核心的被动投资策略。

对于有效市场理论中的第二条核心思想，即"价格总是对的"，有不少学术界的著名教授对这条定理提出反驳，比如耶鲁大学的罗伯特·席勒（Robert Shiller），就对市场有效理论发出了不少挑战和质疑。

席勒教授写过一本很出名的书，叫《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）。在书中席勒教授指出，市场上的价格经常会背离资产价值的基本面。这其中有很多人为的因素，比如羊群效应，人性的贪婪和恐惧等。因此有效市场假说中关于市场价格总是正确的假定很值得推敲。

广大投资者需要明白的是，即使席勒教授是正确的，这也未必表明我们就有能力从市场的无效性中赚钱，比如席勒教授本人从 1996 年开始就多次表示科技股票的估值偏高，但是科技泡沫一直到 2000 年才破裂，但如果一个投资者从 1996 年开始就卖空美国科技股票，那么他很可能等不到泡沫破裂到来的那天就已经倾家荡产了。

4.4 有效市场理论的实践应用

法码教授提出的有效市场假说，如石破天惊，引起了学术界和华尔街业界的广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泛讨论。在一个有效的市场中，一个投资者比较理性的选择是付出最小的代价去投资并且持有市场。但是在实践中如何做到这一点呢？

这个从理论到实践的跨越，需要等到指数基金的诞生。1974 年，芝加哥大学商学院的两位校友，当时分别在富国银行（Wells Fargo）工作的 David Booth 和美国国立银行（American National Bank）工作的 Rex Sinquefield 各自为他们的雇主设计了美国历史上第一支标准普尔 500 指数基金，但仅限于机构投资者购买。后来 Booth 和 Sinquefield 联合成立了 Dimensional Fund Advisor，这是一家非常成功的基金管理公司。法码教授是该基金的高级顾问。

2008 年，David Booth 捐款 3 亿美金给芝加哥大学商学院，从此芝加哥商学院被命名为 Booth 商学院，他的合伙人 Sinquefield 是市场有效理论的坚定支持者。

Sinquefield 曾经说过：现在谁还质疑市场的有效性？很显然，只有朝鲜人、古巴人和主动型基金经理。在 Sinquefield 看来，在一个成熟运作的资本主义市场中，看不见的手会促进信息的快速流通，提高市场的有效性，这条定律只在不相信市场力量的一些人和主动型基金经理的眼里不适用。

法码教授还有一位非常有名的徒弟，叫做 Cliff Asness，他是美国著名的对冲基金 AQR 的创始人。Asness 说过：“我不认为市场是完全有效的，我认为我们可以做得更好。约翰·博格尔（John Bogle）是一个投资英雄，但我与他在这个问题上意见是不同的。我认为对大多数人来说，去相信博格尔是一个更好的开始。在我的亲友问我投资建议时，我会说，去找博格尔！”

这位博格尔是谁呢？就是美国先锋（Vanguard）集团的创始人约翰·博格尔。

1975 年，博格尔创建了美国面向散户投资者的第一支指数基金：先锋标准普尔 500 指数基金。以管理的资金规模计，先锋集团是全世界最大的基金管理公司。该集团在 2015 年的管理的资金规模超过 3 万亿美元。

博格尔对公募基金行业充满了批判，他曾经说：公募基金这个行业建立在巫术之上。这句话的意思和法码教授把挑股票的基金经理比作占星师的意思类似：即他们都只是忽悠投资者，假装会预测而已。

1973 年，美国的一位学者伯顿·麦基尔（Burton Malkiel）写了一本畅销书叫做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《漫步华尔街》（*A random walk on wall street*）。在书中麦基尔列举了大量证据证明股票价格波动完全随机，无法预测，所有号称有能力预测股价的基金经理和券商分析员都是忽悠投资者的骗子。麦基尔说：把一只猴子的眼睛蒙起来，让它通过乱扔飞镖去选股票，其回报都能战胜基金经理。

麦基尔对于金融行业从业人员如此不客气的侮辱引起了很多人的愤怒。在2012年，英国一家杂志社Observer就这个话题举办了一场选股大赛。他们邀请了三个队伍：一只名叫奥兰多的小猫，一队来自于基金公司和券商的职业经理人，以及一群中学生。在2012年1月1日，每队被给予5000英镑，让他们选5只股票，每三个月可以换一次。奥兰多被给予一个塑料小老鼠，工作人员让奥兰多把小老鼠扔到一张金融报纸上，停在哪个股票上面就帮奥兰多买入。

到了2012年12月31日，奥兰多的股票组合回报最高，战胜了职业经理人团队和中学生团队，这个真实的例子也从侧面支持了麦基尔关于猴子扔飞镖都能战胜基金经理的说法。

1975年，后来成为耶鲁基金会主席的查尔斯·艾利斯（Charles Ellis）写了一篇学术论文，叫做《失败者的游戏》（*The loser's game*）。在文中艾利斯提到他发现投资和很多运动比赛，比如网球、高尔夫等都很像。

打过网球的朋友们都明白，职业选手和业余选手最大的区别就在于，职业选手追求的是击球稳当和少犯错误。每次回球，职业选手都会选择花最少力气的途径把球稳稳地回过去，然后耐心地等待对方犯错，而很多业余选手，每一次击球时都急不可耐，企图一拍子把对方砸死。业余选手这种急躁的心态也导致他们会犯更多的失误，不是把球打出界外就是打入网下。因此在文中艾利斯呼吁广大投资者，要向职业网球选手学习，少犯错误，长期坚持。

美国的投资大师巴菲特，在被问到自己百年之后希望他的家族信托基金被如何管理时回答：我对我的信托受托人的建议很简单，用信托基金的10%购买短期政府债券，另外90%购买一个低价的标准普尔500指数基金。我相信这样的安排得到的投资回报会比其他方式得到的回报都要高。那些把钱交给基金经理管理的投资者，他们被基金经理收取的费用太高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像上面五福资本研究汇总综元分析中列举的那些研究所揭示的，即使是职业基金经理，能够持续战胜市场的也是少之又少。一个普通投资者能够战胜市场的概率，就如同我们在网球比赛中打赢费德勒的概率，基本为零。

业余投资者最容易犯的错误就是，把市场并非完全有效等同于自己有能力辨别市场无效的机会并从中获得收益。就好像很多球迷朋友，踢了几年业余足球，就开始想象自己像梅西那样在纽坎普球场驰骋进球了。一个理性的投资者，会认识到自己的能力和限制，避免由于自己的过度自信而做出非理性的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

聪明贝塔理论

聪明贝塔（Smart Beta），也称为因子投资，是最近几年投资界比较引人注目的一个热门话题。在我与广大投资者的沟通中，有很多人都会来问我：什么是聪明贝塔？这种投资策略有什么聪明之处？普通投资者可以购买聪明贝塔基金么？

在这个章节专门讨论这个话题，帮助大家解答一下这些问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1 金融领域中的阿尔法和贝塔

要理解聪明贝塔，我们首先要先了解一下这两个术语：阿尔法和贝塔，阿尔法（α）和贝塔（β）是希腊字母中的首两个字母。

在当代金融领域，阿尔法代表的意思是超额回报（Active return），那么什么叫超额回报呢？让我用下面的图形来简单解释一下。



如果一个投资者想要获得市场回报，那么他就需要把股市中所有的股票以当时的市值购买下来。在指数基金还没有被发明的时候，这个工作有些繁琐。比如股市中共有 100 只股票，那么投资者就需要把这些股票根据市值加权权重分别购买下来。

有了指数基金以后，这个工作就变得简单很多。比如中国的投资者如果想要获得中国股市的市场平均回报，就可以购买沪深 300 指数基金，虽然该指数只包括 300 只股票，但它覆盖了上海和深圳股票市场 60% 左右的总市值，具有良好的市场代表性。因此该指数基金给投资者带来的回报，可以近似的认为是市场给予投资者的平均回报。

投资者把钱交给基金经理的唯一原因，是基金经理可以给予投资者比市场指数更好的回报。因为如果只是满足于市场回报，投资者可以自己随时去购买一支指数基金，完全没有必要把钱交给基金经理，而这个更好的回报，我们就把它称之为超额回报，简称阿尔法（α）。

如果一个基金经理是出色的，那么他的超额回报就应该大于零。我们也会说该经理有阿尔法，这是对基金经理的一种赞誉。而如果该基金经理的回报还不如市场，那么他的超额回报就是负的，我们也会说这位基金经理没有阿尔法。

说完了阿尔法，现在再来谈谈贝塔。

在金融领域，贝塔的主要作用是解释某个证券和市场相比较而言的风险程度，贝塔在数学上可以通过以下公式进行计算：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_a, r_b)}{\text{Var}(r_b)}$$

从数学上来说，整个金融市场的贝塔值为 1。通过历史价格数据，我们可以计算每个金融证券（比如工商银行的股票）的贝塔值。该证券的贝塔值反映了其历史价格所呈现出的风险程度。

从贝塔的公式中我们可以看出，贝塔值的大小，取决于该证券和市场价格走势的相关程度。如果证券价格波动高于市场波动率，那么其贝塔值相对来说会比较大，因此也被认为风险更高。

为了更好的解释这个概念，下面举个例子具体说说。

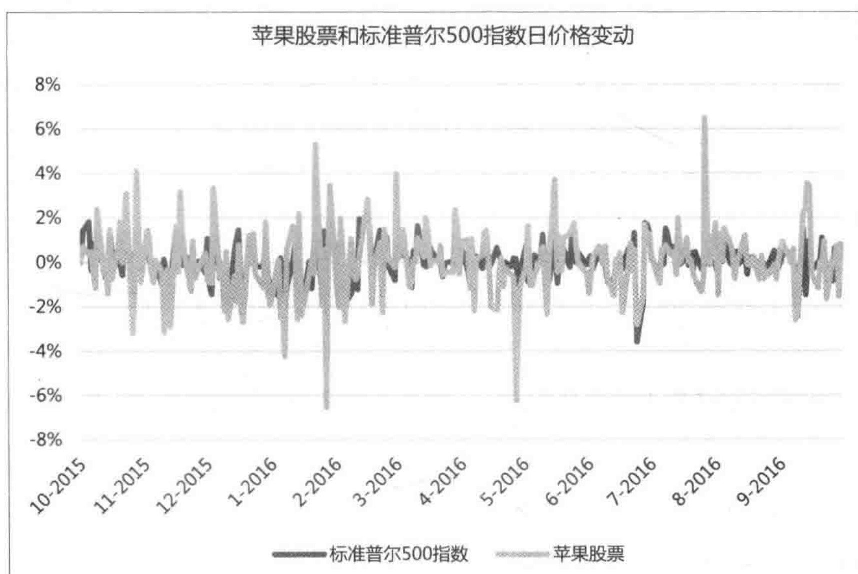


数据来源：彭博社

上面这张图显示的是从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 9 月 30 日之间美国的苹果公司和标准普尔 500 指数的价格变动历史。浅色曲线是苹果公司股票价格走势，而深色曲线则是股票市场价格走势（标准普尔 500），在这一年中，市场的价格上升了 12% 左右，而苹果公司的股票价格上涨了 3% 左右，那么问题来了：苹果公司股票的贝塔是多少？

要回答这个问题，首先需要将上面的价格曲线图转换成日价格变化图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：彭博社

上面这张图显示了在这一年中苹果公司股票和标准普尔500指数每日价格变动历史。

然后按照上面的公式，我们需要先计算出两者之间的协方差和市场回报的方差。将两者相除，我们可以得出该证券的贝塔为1.04左右。也就是说，我们可以近似的认为，当市场价格上升1%时，苹果公司的股票价格会上升1.04%左右。当市场价格下跌1%时，苹果公司的股票价格会下降1.04%左右。一般来说，如果一个股票的贝塔值高于1，那么我们可以认为该股票是高风险股票。如果一个股票的贝塔值低于1，那么我们可以认为该股票是低风险股票。

有一点需要指出的是，上面的贝塔值计算只是基于十二个月的历史数据。十二个月的历史数据不会包括经济增长和衰退周期，因此根据这些数据算出来的贝塔值不一定有很强的代表性。如果未来经济周期发生变化，通过这些数据算出来的贝塔值对未来的预测性也不一定准确。我在这里只是想举个例子告诉大家如何计算贝塔值。

同时值得提醒大家的另一个重要概念是，低风险不代表一定赚钱，高风险也不代表一定亏钱。在这里，风险衡量的只是该证券的价格波动和市场价格波动之间的相对关系，而并非股票价格的走向。在上面的例子中，我们看到苹果公司的风险比市场更高，在过去一年中的股票回报不如市场，但是换做另外一只股票，即使风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高也有可能得到更高的回报。以贝塔衡量的股票的风险和其回报之间并没有正相关的关系。

对于投资者来说，最理想的投资标的是这样的：

（1）有正的阿尔法，即投资标的回报高于市场回报，这一条似乎不用太多解释。

（2）有低的贝塔，即该投资标的回报的波动性和市场几乎不相关。投资者需要基金经理提供低贝塔的投资回报，主要原因在于大部分人的投资组合中都会包括市场风险。因此在大多数人的投资组合中，他本来就不缺贝塔。

在这种情况下，投资人付出高昂的管理费来委托基金经理管理他们的资产时，就需要基金经理提供物有所值的服务。如果基金经理提供的产品也有很高的贝塔，那么就相当于在投资者原来的贝塔上再加一个贝塔，对于降低他的投资组合风险，提高风险调整后收益没有多大的帮助。

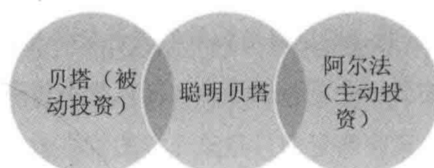
这就是为什么很多大机构在选择基金经理时，要求对方提供高阿尔法，低贝塔的原因所在。只有这样的基金经理，才能为投资者带来真正的价值。

5.2 聪明贝塔

介绍完了阿尔法和贝塔，下面让我们开始进入正题，说说聪明贝塔。

5.2.1 聪明贝塔的理论基础

下面这张图比较形象的解释了聪明贝塔。



在上图中，左边那个圆圈代表贝塔（即市场回报），可以通过被动型投资购买指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数基金获得，而右边那个圆圈代表阿尔法（即超额回报），可以通过投资主动型基金经理获得。

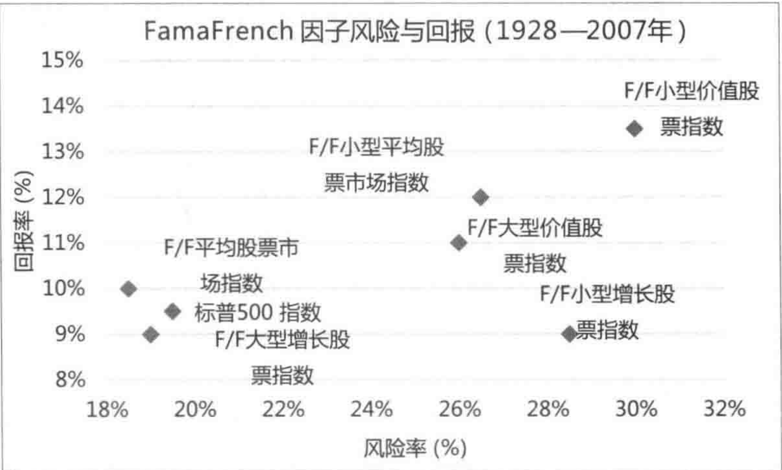
聪明贝塔，就是上图中那个中间的圆圈，介于贝塔（被动投资）和阿尔法（主动投资）之间。聪明贝塔有非常清晰和透明的指数编排规则，同时根据历史回测也能帮助投资者获得超过市场平均回报的更高回报。这也是它被称为聪明贝塔的原因：即投资者能够通过“聪明”的投资方法获取比市场回报（贝塔）更加好一些的收益。

聪明贝塔投资思路的理论基础源于因子投资（Factor Investing），说到因子投资，我就需要介绍一下美国芝加哥大学的金融学教授尤金·法码。

法码教授在 2013 年获得了诺贝尔经济学奖，他的学术成就还有很多，比如前面章节中提到的有效市场假说。在有效市场假说之外，法码教授在 1990 年代初期和另外一名教授 Kenneth French 共同合作提出了一个股票回报模型，叫三因子模型（Fama French Three Factor Model）。

两位教授在这个模型中提出，美国历史上的股票回报，很大程度上可以用三个因子（Factor）来解释。这三个因子是：股票市场总体回报（贝塔），小规模股票超额回报（Small minus Big），以及价值超额回报（High minus Low）。

为什么这个模型很重要呢？因为两位教授将股票的回报分解到因子的层面，这样就进一步揭示了购买什么样的股票可以获得超额回报的源头。



数据来源：http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上图显示的是 Fama 和 French 对美国股市做的从 1928 年到 2007 年的接近 80 年历史的数据回测。在这 80 年的股票历史回测中我们可以看到，平均股票市场回报为每年 10% 左右，小规模股票的平均回报为每年 12% 左右，大规模价值股票平均年回报 11% 左右，小规模价值股票的年回报最高，为每年 14% 左右。

也就是说，小规模的因子超额回报为每年 3% 左右，价值因子的超额回报为每年 1% 左右。如果投资者坚持选择购买小型股票或者低价股票，那么他就有可能获得超过市场平均的额外回报。

在因子回报这个领域，美国另外一位经济学家 Barr Rosenberg 也做出了不少贡献，Barr Rosenberg 是 UC Berkeley 的经济学教授。1970 年代，他开始为富国银行（Wells Fargo）做一些金融研究方面的咨询工作，主要分析上市公司的回报和股票市场的相关性。后来 Rosenberg 基于自己的研究成果创办了一家咨询公司，叫 BARRA（2004 年 BARRA 被 MSCI 收购，新公司叫做 MSCI BARRA），主要分析公司股票的回报风险因子，这个是什么意思呢？让我在这里给大家举个非常简单的例子。

股票回报因子	平均相关系数
材料行业	0.42
金融行业	0.43
动量	0.34
规模	0.18
波动率	0.43

假设你作为一个基金经理选了一些股票，你需要知道这些股票组合的回报会受哪些因素影响，换句话说，你需要知道你的风险在哪里。根据以前很多专业人士做的研究，一般来说有这么些风险因子会影响股票的回报：行业影响，价格动量，公司的规模大小，公司股价波动率等。

Rosenberg（和他的合伙人 Grinold）的贡献就在于，他们发明了一套模型（BARRA Risk Model），可以根据历史价格推算出不同的因素对于股票价格变动产生的不同影响，这套模型现在已经成为了业界标准，被很多金融机构采用。

这套风险系统还有一个很有用的功能就在于，可以用它去检测一个基金经理的选股能力，比如基于一个基金经理选的股票组合，我们就可以借用这个系统来判定，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这位基金经理选的股票的回报情况，有多少可以用一些普通的风险因子来解释（比如上面提到的小股票，动量，价值等），而有多少是他真正的阿尔法。

下面我来介绍一下在因子投资领域被援引的比较多的理论研究。

（1）Fama 和 French：在上文中我提到过，Fama 和 French 一开始在 1992 年发表的论文中提出了三因子模型，三个因子包括市场（Market）、规模（Small Minus Big）和价值（High minus low），后来该三因子模型被运用到美国以外的国际市场，并被扩展到五因子模型（增加了利润率和投资两个因子）。

（2）Carhart 四因子模型：Carhart 在 Fama 和 French 三因子模型的基础上加入了动量（Momentum）并提出他的四因子模型，得到了广泛的关注和研究。

（3）Fundamental Index Model（基本面指数模型）：该模型由美国经济学家 Robert Arnott 提出。Arnott 的基本面指数是对传统的基于市值（Market Capitalization）而编制指数的一种修改。

在基于市值编制的指数（比如标准普尔 500）中，指数中股票的权重由市值决定。举例来说，如果苹果公司股票的市值占到标准普尔 500 只股票的总市值的 5%，那么苹果公司股票在标准普尔指数中的权重就是 5%，如此编排指数的优点是指数不用再平衡（Rebalance），因为价格变动不影响指数成分变动，但缺点是在市场估值不合理的情况下，越是被高估的股票其权重越大，比如在 1999 年科技股泡沫达到顶峰的时候，各大指数中科技股的权重都高得离谱。在这种情况下，投资人持有的股票指数有估值被高估和低估的可能。

Arnott 对于上面这个缺点提出的修正意见是，改变其指数中成分股权重的计算方法。Arnott 抛弃了基于市值去计算成分股权重的传统方法，而代替之以基本面量化标准，比如公司的销售额、现金流、红利和市净值，用这种方法计算指数中成分股的权重，可以避免指数中估值被高估的股票的权重过高，被低估的股票的权重过低。

5.2.2 股票回报的风险因子

Fama 和 Rosenberg 等研究人员对于金融投资行业的贡献在于：他们的研究揭示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了可以从股票市场获得超额回报，即超过市场回报（贝塔）的源头。比如 Fama 的研究显示，如果专注于挑选价值（Value）股票，那么假以时日，投资者可以获得比市场更好的回报。那么我们的研究人员一共发现了哪些可以提供超额回报的因子呢？我在下面稍微来解释一下。

1. 价值（Value）

挑选估值低的股票可以获得超额回报，并不是 Fama 的首创。看过几本炒股书籍的朋友都能举出格雷厄姆和巴菲特的例子来支持价值投资。

美国股票因子	累积超额回报（1971—2009 年）	夏普率（Sharpe Ratio）
价值	50%	0.26

数据来源：Asness C, Value and Momentum everywhere, The Journal of Finance, VLXVIII, No. 3, June 2013

比如上表显示的是美国股票从 1971 年到 2009 年价值（Value）的历史超额累积回报，我们可以看到，如果坚持挑选价值股票，那么这些股票可以在接近 40 年的历史中为投资者提供大约 50% 的超额回报。

但是要想通过投资价值因子获得超额回报，并不是那么简单的一件事。

首先投资者面临的一个问题是：股票估值低的标准是什么？在这个问题上没有标准答案。比如 Fama 用的是市净率（Price to book ratio），但也有其他不同的衡量指标，比如市盈率（Price to equity ratio）、市现率（Price to cash ratio）等。Fama 和 French 的研究让人信服，有一个重要原因是从始至终他们用的都是非常一致的同一种指标，这样回测出来的结果才是比较有说服力的。

价值投资者需要注意的另一个问题是，从价值投资获得超额回报的前提是耐心和长期坚持。当我们说价值投资可以给予投资者超额回报时，我们指的是长期平均而言（比如 Fama 做过的美国过去 70 年的历史回测），但是在那 70 年中，价值投资每年能够提供的超额回报波动幅度是非常大的。也就是说，在有些年份，价值投资可以给予投资者比市场更高的回报，而在另外一些年份，价值投资者的投资回报则会远远落后于市场回报。

比如在 1996—2000 年间，价值型股票遭到了大量抛售。1999 年，巴菲特的伯

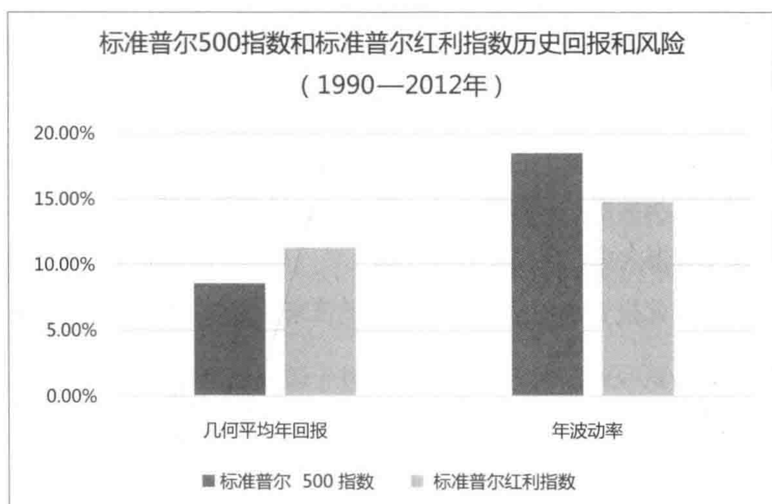
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔－哈撒韦公司股票价格下跌 20% 左右，是其公司历史上股票回报率最差的年景之一，甚至连巴菲特长期推崇的价值投资理念都遭到了很多人的质疑。

价值投资提供的超额回报在各个国家也都是不同的，上面提到的 Fama 的研究仅限于美国。后来 Fama 和 French 将他们的研究扩展到世界上其他国家，虽然在大部分国家也都有类似的价值投资超额回报现象，但是每个国家的回报情况都有所不同。

2. 红利（Dividend）

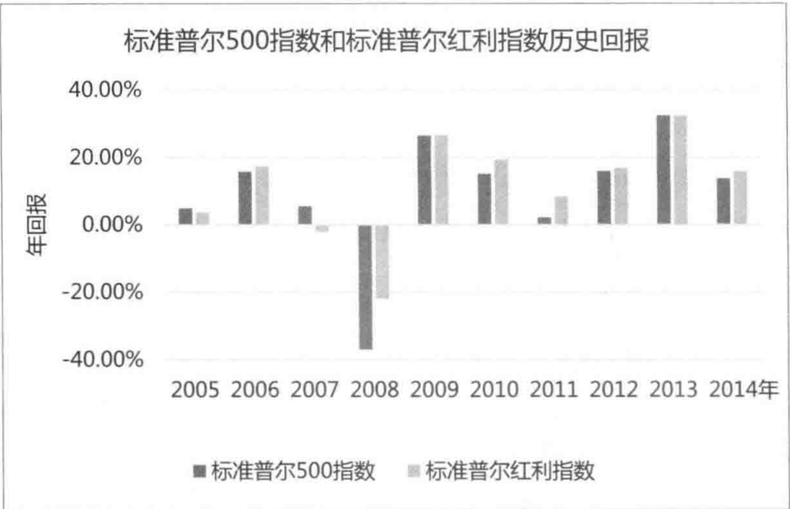
有很多研究文献指出公司的红利率（Dividend Ratio）是一个可以提供超额回报的因子，也就是说，如果我们专注于挑选那些红利率比较高的公司，那么假以时日，这些股票可以提供的回报要高过市场平均回报。



数据来源：标准普尔

比如上图显示的是从 1990 年到 2012 年的标准普尔 500 指数（上图深色柱子）和标准普尔红利指数（上图浅色柱子）的历史平均回报和波动率。我们可以看到，以这 23 年的历史数据来看，标准普尔红利指数中包含的股票回报要高于大盘指数，并且他们的风险也更小。因此如果投资者有比较长的投资周期，那么他就有可能从投资红利型股票中获得比股票大盘回报更好的超额回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：标准普尔

但是需要指出的是，从投资红利型股票中获得超额回报并不是稳定无风险的。比如上图显示的是标准普尔红利指数（Dividend Aristocrats，浅色柱子）和标准普尔500 指数（深色柱子）在 2005—2014 年的历史回报对比。以这十年的历史来看，红利指数股票的回报几乎和大盘股票几乎一模一样，虽然在 2008 年红利指数中的公司价格下跌要小于股市大盘，但是在一些其他年份（比如 2005 和 2007 年），其回报又不如股市大盘。因此投资者要想获取红利因子带来的超额回报，选准投资时机是非常重要的。

3. 动量（Momentum）

如果在最近一段时间（比如过去一年）某只股票的价格上升比较多，那么我们去购买这样的股票，同时卖空在最近一段时间价格下降比较多的股票，就可能获得超过市场平均回报的超额回报。

美国股票因子	累积超额回报（1971-2009 年）	夏普率（Sharpe Ratio）
动量	100%	0.45

数据来源：Asness C, Value and Momentum everywhere, The Journal of Finance, VLXVIII, No. 3, June 2013

上表显示，从 1971 年算起，如果买入那些有正动量，并且卖空那些有负动量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，在接近 40 年的美国股票历史中大约可以获得 100% 的超额回报。当然值得一提的是，该超额回报假设交易成本为零，因此实际交易中不可能获得如此高的回报。动量策略需要依靠非常频繁的交易频率来不停买入和卖出股票才能实现，因此投资者得到的真实回报会比上面计算的回报要小。

4. 其他风险因子

除了以上几个风险因子外，还有低波动、质量和规模等因素。

- 低波动（Low Volatility）：如果持续选择购买并持有在历史上价格波动比较低的股票，那么从长期来看投资者可以获得超过市场平均回报的收入。
- 质量（Quality）：如果持续选择那些基本面质量比较高的公司（比如股本回报率 ROE 比较高的公司），那么从长期来看投资者可以获得比市场平均回报更好的回报。
- 规模（Size）：如果持续选择那些规模比较小的公司（Small Size），那么从长期来看投资者可能可以获得超过市场平均水平的回报。

需要指出的是，所有这些能够带来超额收益的回报因子，其带来的超额回报并不是稳定不变的。从历史上来看，这些因子的回报可谓风水轮流转，比如价值（Value）因子在 1996—1999 年表现差强人意，动量（Momentum）因子则在 2007—2009 年遭受重大打击。

也就是说，如果真的想要从因子投资中获得稳定的超额回报，那么投资者就需要提前预判在未来的一段时间（比如 3 到 5 年）内哪个因子的回报会更好，或者建立一套行之有效的系统在不同的因子之间进行轮换，而这无疑和选股选时一样，是非常困难的。

5.3 因子指数和因子指数基金

上文中提到的这么多理论研究，和我们普通投资者有什么关系呢？要详细解释这个问题，我这里就需要向大家介绍一下因子指数（Factor Index）这个概念。因子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数，是以一些可以带来超额回报的因子（比如价值，动量等）为基础编制的指数，该指数中仅包括那些符合因子挑选标准的股票或者其他金融资产。举例来说，价值因子在历史上可以为投资者带来超额回报，那么我们就可以制定一些清楚的标准，专门去选那些估价比较低的股票，将它们组合起来制定出一条价值因子指数。

有了因子指数以后，我们就可以照着这个指数创建一个指数基金。指数基金的目的很简单，就是复制它追踪的指数的回报，这样就可以实现让广大投资者进行因子投资的目的了。

5.3.1 因子指数

在因子指数这个领域，有几家公司是全球的领先者，我在这里简单介绍一下。

首先是 MSCI（明晟），MSCI 的前身是摩根士丹利资本国际指数，后来从摩根士丹利独立分了出来，又并购了 Barra，所以现在全称是 MSCI Barra（Barra 的创始人是我上文提到的 Barr Rosenberg）。

如果对金融新闻感兴趣的朋友应该会知道每年明晟是否将 A 股列为其成分股总是能成为热门新闻，主要原因是目前全球金融界有相当多的机构和基金都去追踪明晟各种指数，也就是说这是一个行业界的标杆。明晟是否决定将 A 股纳入其世界股票指数，会直接影响到国际资金对于 A 股股票的购买量，因此被大家关注也就不足为奇了。

明晟编制的因子指数比较全，包括我上面提到的价值、规模、动量等所有因子。其因子指数涵盖的国家主要是欧美发达国家，发展中国家（包括中国）的覆盖面非常小。

第二个比较大的指数编制公司是标准普尔道琼斯。标准普尔的拳头产品是标准普尔 500 指数，被业界广泛采取为代表美国股市的基准，道琼斯是编制指数历史最悠久的公司，旗下有非常著名的道琼斯工商指数（美国 30 支蓝筹股），标准普尔和道琼斯合并后称为标准普尔道琼斯，他们编排的指数主要覆盖美国市场。

富时罗素（FTSE Russell）由富时和罗素公司合并组成，是另外一家非常大的指数编制公司。该公司旗下的因子指数种类也很繁多，而且覆盖了很多美国以外的其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他国家市场，上面提到的 Arnott 提出的 Fundamental Index（基本面指数）也属于该公司旗下。

5.3.2 因子指数基金

讲完了提供因子指数的指数编制公司，再来介绍一下追踪这些指数的基金经理。这些基金经理的工作是根据指数编排的规则，去复制这些指数，从而给予投资者和指数类似的回报。回报当然是越和指数回报接近越好，但在实际中无法做到，因为在复制指数的过程中，需要扣除交易费用和基金的管理费用等其他费用。

在这个领域做的比较超前的有这么几家公司。首先是贝莱德安硕（Blackrock IShares），其在 2009 年以 135 亿美元的价格并购了 BGI，同时也购买到了安硕 IShares 这个品牌。在 Blackrock IShare 旗下，有比较全的因子指数基金，比如上面表格中的价值、动量、低波动等基金。这些基金的总费用率大概在 0.15% 左右，但它们绝大多数都仅限于美国市场。

先锋（Vanguard）是指数基金领域另外一大巨头。目前先锋在因子指数方面提供的产品不多，只有红利，低波动和小股票指数基金，且仅限于美国市场。当然如果这个领域是未来发展的方向，相信各大公司会相继推出更多的产品。

Invesco Powershare 和 Charles Schwab 也提供不少因子指数基金。缺点是他们的费率都比较高，一般介于 0.25%～0.6% 之间。Arnott 的 Fundamental Index（基本面指数）指数基金由 Charles Schwab 管理，费率为每年 0.32%，也就是说该指数需要每年至少战胜标准普尔 0.28% 左右（先锋的标准普尔 500 指数基金费率为 0.05%）才可能让投资者获得好处。

5.3.3 因子指数基金回报

有了因子投资（Factor Investing）这一新工具，普通投资者是不是就一定能够比以前老套路的投资者们获得更好的回报呢？也未必，其中一个很主要的原因是，你很难去预测在接下来的几年，哪些因子的回报会更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：Maikel, B: Is smart beta really smart? Journal of Portfolio Management Special 40th Anniversary Issue

在上面这张图中，我们可以看到，基本面指数（Fundamental Index，FI）相对于股市大盘指数来讲，有时候表现好，有时候表现差。比如在2008—2009年金融危机阶段，基本面指数的回报要比股票大盘指数回报好很多，但是在2006—2008年阶段，基本面指数的回报又比股票大盘指数回报差很多，在2009—2011阶段，两种指数的历史回报基本差不多，没有实质性的区别。

要想去预测什么时候好，什么时候差是一件非常困难的事。换句话说，如果无法准确地预测未来哪个因子的回报更好，那么要通过因子投资去获得超额回报会是一件非常困难的事。

有些朋友会问，上面的研究是不是说明只要我去购买小股票（Size），或者估值便宜的股票（Value），那么我的回报一定会更好？从长期来看，Fama和French的研究确实证实了这一点，但我们不要忘记了，在有效成熟的市场中，风险和回报是成正比的。

Fama教授对于投资者可以通过购买小规模股票和低价股票获得超额回报的解释是，投资者获得的超额回报来自于他们承担的更高的风险，也就是说，到最后这个世界上是没有免费午餐的，并不是说投资者购买了小规模股票就好像赚到了什么便宜一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里需要特别指出的是，Fama 和 French 以及后来一些研究专家做出的贡献是，他们把对冲基金经理获得的超额回报的秘密发现了出来并公之于众。对于投资者来说，以前投资一个对冲基金经理，就好像把钱扔到一个密不透风的盒子里一样，基金经理可能会给你好的回报，或者不好的回报，但是你无从知晓他是如何做到这一点的。有了上面提到的因子分析这个武器，你就可以将基金经理贡献的价值进行分解，并分门别类地给予相应的定价。比如某个基金经理的超额回报其实只是由于他买了很多小股票，而他的收费高达 2%，那么在这种情况下，投资者可能可以去购买一个便宜得多的小规模股票指数基金来代替这个基金经理，这对于广大投资者来说是具有革命性的好消息。

我相信，在未来的几年里，中国的资本市场也会受惠于这样的金融创新，并出现越来越多类似于以上因子回报指数基金的金融产品，我们的散户投资者以低廉的价格购买基金经理策略的梦想很可能在不久的将来就可以实现。

5.4 对于因子投资的批评

作为一个相对来说比较新鲜的概念，因子指数和因子投资的成长历史并非一帆风顺。对于基本面因子指数和其基金的批评主要有以下几点。

（1）很多所谓的基本面因子，比如低波动因子（Low Volatility），高质量因子（Quality）等，究其本质其实还是价值投资。自从格雷厄姆出版《证券分析》以来，价值投资在全世界有越来越多的信徒，并且也有很多证据表明价值投资确实管用。这些基本面因子，其实就是新瓶装老酒，用了一个更时髦的名称来包装价值投资这个比较老的概念而已。

（2）基本面因子指数基金想要和市值加权指数基金竞争市场份额的话，其关键的一点是要降低费用率。目前在市场上的因子指数基金的总费用率（平均，美国市场）大概在 0.25% 左右，而市值加权指数的总费用率可以低到 0.05%（比如先锋集团标准普尔 500 指数基金），也就是说，投资者如果去购买一个因子指数基金，那么他就需要比一个市值加权指数基金多付出每年 0.2% 左右的费用，但问题在于因子指数基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金并不能保证每年一定能够给予投资者至少 0.2% 的超额回报。

根据历史回测，各种因子指数的超额回报并不稳定，有时高有时低，有时候甚至是负的。因此投资者如果选择放弃市值加权指数基金而去选择因子指数基金，那么就相当于做了个赌博，赌在未来的几年之内因子指数的回报会比市值加权指数至少高出每年 0.2% 左右。如果这个乐观的估计没有成为现实，那么投资者则无法获得自己期望的投资回报。

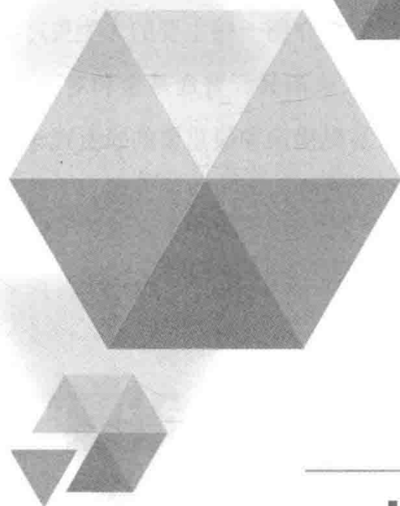
其次，相对于市值加权指数基金，基本因子指数基金由于规模比较小，因此在流动性上会有一些潜在的问题，比如有时候投资者想快速买入或者卖出某个因子指数基金时，可能会发现市场上没有足够的流动性，这也是阻止更多人去投资因子指数基金的重要原因之一。

尽管有上面提到的一些弱点，因子指数基金和聪明贝塔指数基金仍是金融界的一大创新和进步。该研究最大的贡献，是让投资者了解到可能提供超额回报的源头，并且让普通投资者通过因子指数基金以比较低廉的价格去获得这些风险因子提供的回报。

在没有因子指数基金和聪明贝塔指数基金的世界里，投资者想要获得这些因子回报，只能通过将钱交给基金经理，并付出比较高的费用的方式实现。投资者需要支付的投资费用可能是每年 1.5%～2%，而在有些私募基金里可能还需要外加 15%～20% 的利润分成，而上文提到的因子指数基金和聪明贝塔指数基金，只收取 0.15%～0.6% 左右的总费用，没有利润分成，对于投资者来说确实是一大好消息。

从长远来看，风险因子指数基金和聪明贝塔指数基金向广大投资者们提供了创建自己的对冲基金策略的可能性。在绝大部分股票型对冲基金中，基金经理做的工作无非是买入一些风险因子，卖空另外一些风险因子。如果市场上有了基于风险因子的指数基金，并且可以卖空的话，那么对于广大投资者来说，创建自己的对冲基金策略就不再是个梦了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3部分

大类资产的投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书的第3部分，我将着重向读者朋友们介绍一些主要的大类资产的投资策略，这些大类资产包括：股票、债券、大宗商品、普通基金和对冲基金。这一部分是对于本书前面两部分，即投资者易犯错误和最重要的投资理论的延伸，目的在于帮助投资者完成从理论指导到实践操作的转变和升级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

股票投资最佳策略

在我和许多投资者的日常对话中，我发现有些朋友即使已经炒股多年，但是对一些基本概念，比如为什么我们要持有股票，股票到底可以给我们什么价值等问题的理解还是有些含糊，所以在这一章里，来讲讲这几个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.1 弄明白为什么要买股票

在我们购买股票之前，投资者需要搞清楚的第一个问题就是：我们为什么要投资股票？

在这个问题上我倾向于引用美国投资大师巴菲特的见解，巴菲特在多个场合建议广大投资者：在他们购买股票时，应该想象自己成为这家公司的“老板之一（Part owner)”。这样想的好处有几个：首先投资者把自己摆在公司老板的角度，就能够把眼光放得更为长远一些，真正去关注被投资公司的主营业务和基本面，而不会被短期的市场情绪波动所影响。

其次作为一个公司老板，真正关注的是该国的实体经济。巴菲特经常说自己非常幸运出生于20世纪30年代的美国，如果他出生于其他国家，那么他积累的财富很可能远远比不上现在的程度。从实体经济角度来说，一个国家如果蓬勃有生气，积极乐观，那么这个国家的公司就会不断的赚取利润，增加营收，而作为这些公司的股东也能享受红利和股票价值的增长。

从历史上来看，股票作为一项资产，能够给予投资者比其他资产更好的回报，并且抵挡通货膨胀的风险。

比如巴菲特在2014年伯克希尔–哈撒韦公司股东信中指出，从1964年到2014年的50年间，美国股市（标准普尔指数500）从84点上升到2059点，总回报（包括红利再投资）为11,196%。同期，美元的购买力下降了87%，也就是说投资者如果手持美元现金，那么他在五十年间由于通货膨胀的侵蚀而丧失的购买力是惊人的。

因此巴菲特在信中强调：过去五十年给予我们的一个毋庸置疑的教训就是，购买一揽子多元分散的公司（比如标准普尔500指数），要远远比购买债券，或者将钱放在银行里更加安全。

资产	1802—2012年历史年回报（扣除通胀后）
美国股票	6.6%
美国长期政府债券	3.6%
美国短期政府债券	2.7%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

资产	1802—2012 年历史年回报（扣除通胀后）
黄金	0.7%
美元现金	-1.4%

数据来源：Jeremy Siegel:Stocks for the long run，2012

上图显示的是美国过去 200 多年各项资产扣除通胀后的年回报率。我们可以看到，股票给予投资者的回报是最高的，达到每年 6.6% 左右，而政府长期债券的年回报则在 3.6% 左右。值得一提的是，政府短期债券（Bill）和政府长期债券（Bond）的历史回报差别不大，也就是说投资者购买时间更长的政府债券承担了更大风险但并没有得到相应的回报。很多人都感觉黄金能够对冲通胀的风险，这个感觉是没有证据支持的，比如上表显示，黄金在扣除通胀后的回报仅为每年 0.7%，还不如债券，回报最差的当然是现金，在扣除通胀以后的回报是负的。

作为目前全世界唯一的超级大国，美国本土在两次世界大战中都没有受到过攻击，因此美国可能是个特例，其股票的回报好可能是个特殊现象。为了验证这样的说法是否正确，美国教授 Jeremy Siegel 检验了其他一些国家不同资产的长期历史回报，并发现股票回报比其他资产更好的规律在其他国家也适用，比如意大利的历史长期股票真实回报是每年 1.7%（扣除通胀后），而其长期政府债券回报则是每年 -2%。

除了 Jeremy Siegel 之外，英国教授 Elroy Dimson、Paul Marsh 和 Mike Staunton 也对世界各国的长期历史资产价格做了不少研究，得出了类似结论。

资产真实年回报率	1900—1954 年	1955—2000 年	1900—2000 年
英国股票	3.8%	8.1%	5.8%
英国长期政府债券	0.6%	2.1%	1.3%
英国短期政府债券	0.3%	1.9%	1.3%
英国通胀率	2.3%	6.2%	4.2%

数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton: Triumph of the optimists.

比如上表显示的是英国在 1900—1954 年，1955—2000 年以及 1900—2000 年的各项资产扣除通胀之后的真实年回报。我们从表中可以看到，无论在哪一段时间里，股票的真实回报率都是最高的，而无论是长期还是短期政府债券，在扣除通胀后，其回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报都只在每年 0.5%~2% 之间，比股票要差得多。同时值得一提的是，英国的通胀率，特别在 1955 年之后是比较高的，在这种情况下，股票是应对通胀风险的最佳资产。

不要小看这每年几个百分点的差别，如果把这些年累计的回报加起来，在一百年之后，股票的回报差不多是债券的回报的近乎 100 倍，这就是巴菲特经常提醒投资者注意“复利”的重要性的原因所在。

有些朋友可能会问，如果一个国家发生了战争或者恶性通胀，股票还能保值么？

不同投资品种（假定为 1 元基数）	1900—2013 年历史年回报（扣除通胀后）
德国股票	38 元
德国长期债券	0.2 元
德国短期债券	0.1 元

数据来源：Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

上表显示的是德国从 1900 年开始的股票和政府债券历史回报，假设投资者在 1900 年花 1 元钱买了德国的股票，长期政府债券和短期政府债券，到了 100 多年后的 2013 年，德国股票的价值为 38 元钱，而长期债券价值变为 0.2 元钱，短期债券价值变为 0.1 元。德国由于在两次世界大战中损失惨重，再加上 20 世纪 20 年代魏玛共和国经历了严重的恶性通货膨胀，因此持有德国国债的投资者在这 100 年间损失惨重，相对而言，投资德国股票的话，其回报则要高得多。

从上面这些研究我们可以得出结论：从长期来看，股票能够给予投资者最好的投资回报，并且能够帮助投资者有效的应对通货膨胀风险。

6.2 客观认识自己的选股能力

既然股票能够给予投资者这么好的投资回报，那么我们应该如何去投资股票呢？

大多数投资者想到的第一个方法就是选股。选股，犹如选美，本身是一件非常有趣的事情。投资者自己收集资料和信息，通过一定的分析得出自己的结论，在做出选择之后，如果股票价格和自己的预期相符开始上涨，那么投资者会得到极大的满足感。

在这一点上，选股对于散户的吸引力，和赌博对于赌徒的吸引力是类似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.2.1 投资变赌博的 11 个典型症状

美国的心理学家 Paul Good 曾经列了一张表格，叫 11 个症状，他建议股民将自己的投资（投机）习惯和这张表格做一个对比：如果投资者拥有这 11 条中的绝大部分，那么他可能堕入了赌博的陷阱。当然绝大部分股民都不会承认自己在赌博，就像绝大部分酒徒不会承认自己喝醉了一样。

这 11 个症状[①]是：

（1）经常买卖股票，以至于买卖这个行为变得比交易股票的目的更重要；

（2）经常打听关于股票的小道消息，沉迷于对股票的研究以至于影响了自己正常的生活；

（3）玩的资金越来越大，才足以让自己感到兴奋；

（4）多次试图控制或者停止自己的炒股行为却欲罢不能；

（5）当自己的账户里有现金时，无法控制自己不去买点股票；

（6）通过在股市搏杀来转移自己的注意力，作为对自己生活上其他问题的逃避理由；

（7）在股市中割肉后，购买更多的其他股票以试图把钱再赚回来；

（8）向自己的家人和朋友撒谎以掩盖自己的炒股行为；

（9）通过非法手段（比如盗窃、贪污等）来为自己炒股筹钱；

（10）由于沉溺炒股而影响自己的职业，家庭关系或者学业；

（11）向别人借钱来炒股（比如场外融资，向父母 / 岳父母或者亲戚朋友借钱）。

读完了上面的这个单子，我仔细想了想身边认识的一些亲戚朋友，还真有不少符合上面 11 症状描述的“假炒股，真赌徒”的散户投资者。

美国哥伦比亚大学赌博治疗中心的主任 Carlos Blanco 对于赌博和赌徒有多年的专业研究，他指出：赌博的恶习一般多见于青少年和 20 多岁的年轻人，而沉溺于股市的“赌徒”则多见于 30 至 40 多岁的中年人，其中一个主要原因可能是股市的“赌性”更加复杂，需要的资金量更大，对中年人的吸引力更强。

美国有个电视评论员叫 James Cramer，他在 CNBC 上曾经主持过一个节目叫“疯狂的金钱（Mad Money）”，其内容就是接听听众的电话进行荐股。在 2008 年金融危

① 数据来源：http://www.fa-mag.com/news/when-investing-becomes-a-gambling-disease-17052.html

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机前，Cramer 在节目中推荐了贝尔斯登（Bear Sterns）的股票，该公司后来差点破产，在 2008 年被摩根大通银行以每股 10 美元的价格收购。那些听从了 Cramer 建议，去购买贝尔斯登股票的散户投资者损失惨重，Cramer 也被迫向公众道歉。Cramer 写过一本书叫做 *Confessions of a Street Addict*，翻译过来就是《股市瘾君子的忏悔》，这个书名真是对那群沉溺于选股的赌徒的最真实写照。

6.2.2 交易越多亏损越多

那么那些整天忙碌于股市中选股的散户们，到底有没有赚到钱呢？要回答这个问题是很难的，主要有以下一些原因。

首先很多人没有一个严格的交易记录，如果我们去问那些散户，你炒股有没有赚钱？我相信绝大部分人会告诉你：当然赚钱了，或者即使亏了他们也会说：股票还在，言下之意是再等一段时间市场上涨了我就赚了。

其次很多人都有选择性回忆的行为学毛病：他们对自己在某只股票上赚钱的经历记忆尤深，可以重复几十遍滔滔不绝告诉不同的朋友自己在股票投资上是个天才，但是在自己亏钱的股票上却选择淡忘，绝不告诉任何人。还有一些人在股票亏了以后从自己其他的银行账户或者岳父母那里拿钱再补仓，在他看来账面总额增加了，因此也不算亏损。

所以要检验那些散户真正的赚钱情况，不能去问他们自己，而要从其他更客观的途径去研究。美国加利福尼亚大学的教授 Brad Barber 和 Terrance Odean 曾经研究了一家美国券商提供的 66,465 个个人交易账户从 1991—1997 年的交易记录，得出结论：炒股会减少你的财富。

股民炒股每月换手率	每年净回报（1991—1997 年）
1%	17%
3%	16%
6%	14%
22%	11%
所有账户平均回报	16%
同期标准普尔 500 指数净回报	17.5%

数据来源：Barber,B and Odean,T: Trading is hazardous to your wealth, The journal of finance, Volume LV, No 2, April 2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如上表显示，在这六万多个个人账户中，那些买卖股票越是频繁的散户（即上表中每月换手率越高的投资者），其净回报越低，所有账户的平均年化回报比标准普尔指数回报低 1.5% 左右，而那些交易最频繁的散户的年化回报比标准普尔指数低 6.5% 左右。

有些朋友可能会说：散户选股当然亏啦，因为他们是散户嘛，没有专业技能。那么那些专业选股的基金经理们，他们的选股能力如何呢？

美国的三位教授 Barras, Scaillet 和 Wermers① 曾经对美国 1975—2006 年（32 年）的两千多名公募基金经理做过定量分析，结果得出结论：在这两千多名基金经理中，高达 99.4% 的经理没有选股能力，而在剩下的 0.6% 的基金经理中，很难分清楚他们到底是有选股能力，还是只是运气好而已。

得出这个结论的并非仅限于上面两个研究，事实上有很多研究都有类似的发现。在上文中提到的五福资本研究汇总综元分析（Meta Analysis）中，我们整理了关于研究基金经理投资能力的一流期刊上刊登的学术论文，结果发现大部分的论文得出相同的结论：基金经理在扣除其费用之后给投资者的回报不如一个被动指数基金（比如标准普尔 500 指数基金）。

6.2.3 选股比你想象的难多了

上面这些发现其实并不让人奇怪，因为选股是一件非常困难的事。

	标准普尔 500 指数企业的变迁
1957 年	500 家
1997 年	剩下 74 家
公司股票回报战胜指数回报	12 家

数据来源：标准普尔

在 1957 年时，标准普尔指数中包括有 500 家公司，但在 40 年之后，即 1997 年，只有 74 家公司还在该指数中，也就是说，其他的 426 家公司（占到总样本的 85%），

① Barras, et al, False discoveries in mutual funds performance: measuring luck in estimated alphas. The journal of finance, V LXV, No 1, Feb 2010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都已经被剔除出美国最大的 500 家公司行列了（它们可能被并购，或者倒闭，或者市值变小而跌出了 500 强），而其中的公司股票回报比指数更好的，只有区区 12 家。换句话说，基金经理或者散户要想战胜指数，就需要独具慧眼，找到那 500 家公司中的 12 家最强公司，而这个概率是 2.4%。

在很多时候，不管是散户也好，基金经理也好，大部分人都对蒸蒸日上的大公司情有独钟，殊不知购买这些名头响亮的大公司未必会给你好的投资回报。

公司名字	破产前总资产（百万美元）
雷曼兄弟（Lehman Brothers）	$691,063
华盛顿互惠（Washingtong Mutual Inc）	$327,913
世通公司（Worldcom Inc）	$103,914
通用汽车公司（General Motors Corporation）	$91,047
CIT 集团（CIT Group）	$80,448
安然集团（Enron Corp）	$65,503
康赛克公司（Conseco Inc）	$61,392
全球曼氏金融（MF Global Holdings Ltd）	$40,541
克莱斯勒公司（Chrysler LKC）	$39,300
桑恩伯格房贷公司（Thornburg Mortgage）	$36,521

数据来源：American Bankruptcy Institute

比如上表列出的是美国历史上最大的 10 个破产公司，它们都是当时名头响当当的大公司，比如雷曼兄弟，通用汽车，安然等。很多投资者业绩不佳，不如指数回报，其原因之一就是过多的依靠直觉顺着公司名气去买股票，而通过上表的分析我们就可以看出，公司的名气响亮，并不代表购买该公司股票一定安全。对于这个现象巴菲特曾经说过：这个世界上最傻的买股票理由就是因为股票正在上涨。

1990 年诺贝尔经济学奖得主 Merton Miller 曾经说过：如果有一万个股民在那里选股，那么根据概率，其中有一个会选到涨好多倍的股票，这只是个概率游戏。很多人认为他们在有目的的选股，但其实根本不是。

美国著名基金 Dimensional Fund Advisors 的创始人 Rex Sinquefield 说过：股市中的任何一个人，和全世界的 60 亿人比起来，他所知道的信息只是非常微小的一部分，这也是为什么没有人能够战胜市场的道理之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的“债券之王”，PIMCO 的创始人之一 Bill Gross 的这段话尤其值得我们深思，他说：每个投资大师，像巴菲特、索罗斯，还有我自己，都受惠于这个伟大的时代。一些投资者承担了一些风险，加了一些杠杆，获得了一些回报，便被冠以“大师”的称号，殊不知他们只是比较幸运而已。

聪明的投资者，首先会客观地审视和评估自己的选股能力。如果没有充分的证据证明自己有超出常人战胜市场的选股能力，那么他就会选择更适合自己的理性投资方法，通过购买并长期持有低成本指数基金来实现自己拥有股票的投资目标。

6.3 通过指数投资股票

如果投资者缺乏选股能力，那么他们应该用什么方法去投资股票呢？

现代金融理论经过几十年的积累和发展，已经形成了一套比较完善的体系。在这套体系中，有一条比较核心的理论，即多元分散。根据诺贝尔奖得主马尔科维奇提出的现代资产组合理论，以多元分散的方式投资并持有资产可以帮助投资者在不影响投资回报的情况下降低投资风险。多元分散的意思是不光要持有各种不同的股票（比如大市值股票，小市值股票，成长型股票，价值型股票等），而且要跨越国界（持有发达国家股票和发展中国家股票），在这一理论基础上的最大金融创新之一，就是股票指数的诞生。

股票指数的编排是一门技术活，值得我在这里稍微展开解释一下。假设我们可以投资的股票市场有几十个国家，每个国家有好几百只股票，那么我们应该如何去设计一个比较合理的世界股票指数呢？我们可以考虑下面几种选项。

- 市值加权：市值加权是最常见的股票指数编排方式。该方式根据每个股票的市值，去决定该股票在世界股票指数中的权重。大家耳熟能详的标准普尔 500 指数就是市值加权指数。国内一些主要的股票市场指数，比如上证 180、沪深 300 等指数，也是市值加权指数。
- GDP 加权：该指数编排方式根据每个国家的 GDP 大小，去配置这个国家应该在世界股票指数中的权重。举个例子来说，2015 年世界上 GDP 最大的国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家是美国、中国和日本，那么在世界股票指数中，占权重最高的就应该是美国、中国和日本的股票，并且其权重和它们各自的 GDP 成正比。在确定了每个国家的权重后，在各自国家之内，再选择市值加权或者其他加权方法来确定每支成分股票的权重。

- 价格加权：价格加权指数是根据股票市场上的每只股票的价格来决定其在指数中的权重。世界上历史最长的股票指数之一，道琼斯工商指数就是典型的价格加权指数，日本的日经 225 指数也是价格加权指数。
- 等权重指数：等权重指数的意思是给予指数中包括的所有股票每个成员相同的权重，比如标准普尔指数有 500 只股票成员，那么每个成员被分配到的权重就是 0.2%。等权重指数和市值加权指数最大的区别在于，在等权重指数中，小规模股票（比如标准普尔指数中第 300-500 名公司）占到的权重要更大，而大规模股票（比如标准普尔指数中最大的 100 家公司）占到的权重要更小。

等权重指数和市值加权指数的另外一个区别是等权重指数需要通过不停的再平衡来调整其指数成员的权重。由于每只股票的市场价格在随时变动，因此即使在一天之后，其每个成员的权重也会发生变化，偏离原来设立的等权重的目标。因此理论上来说，要保持等权重指数中股票成员的权重始终等权的话，指数管理者需要时刻去买卖那些股票调他们的仓重。过于频繁的买卖会导致过高的交易费用，从而拉低投资者的回报。

世界上第一个指数基金就是等权重指数基金。1971 年，美国富国银行（Wells Fargo）的 William Fouse 和 John McQuown 开始为 Samsonite 公司管理世界上第一个指数基金账户，启动资金为 600 万美元。该基金管理的指数追踪纽约证券交易所上 1,500 只股票的回报，每个股票受到等权配置。由于上面提到的频繁交易导致费用过高，投资者回报不佳，在 1973 年富国银行将该账户追踪的指数从等权换为标准普尔 500 指数（市值加权指数）。

等权重股票指数在最近几年重新引起了学术界和业界人士的关注。在 Zeng 和 Luo 于 2013 年发表的一篇学术论文[①]中，作者回测了 1990—2010 年 30 年的历史回

① Zeng Liyu and Frank Luo: 10 years later: where in the world is equal weight indexing now? 2013

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报，得出结论标准普尔 500 等权重指数比标准普尔 500 指数的回报每年高出 2% 左右，但这个超额回报是在扣除交易费用之前得到的。也就是说如果等权重指数的交易成本比加权指数的交易成本高出 2% 或者以上，那么等权重指数的回报就会不及指数加权指数的回报。

也有其他研究指出，等权重指数在理论上获得比市值加权指数更高回报的主要原因是等权重指数承担的风险更高，这个风险主要来自于流动性（Liquidity）和波动性（Volatility）风险。投资者承担的风险高，投资回报才高，体现的还是市场有效的原则。

6.4 市值加权指数

在综合考虑了上面提到的不同指数编排方法的利弊之后，我认为市值加权指数是目前最适合投资者投资股票市场使用的指数。这主要有以下几个原因：

（1）GDP 加权指数不考虑各国股票市场的流动性。举个例子来说，根据 GDP 加权，在一个世界股票指数中需要包括非常多的中国 A 股，但是从一个全球美元投资者的角度来说，他可以购买的自由流通的中国股票非常有限，主要因为人民币还没有实现完全跨境自由流动，因此让投资者去追踪这样一个 GDP 加权的全球股票指数有些不合理。

（2）市值加权指数不需要像等权重指数那样频繁的调权重，因此可以节省更多的交易费用，给予投资者更高的回报。

（3）绝大多数的金融研究都是基于市值加权指数，其合理性得到大家比较认可的一些金融理论，如有效市场理论和资本资产定价模型的支持。

（4）市值加权指数也是目前绝大多数金融机构使用的基准。由于大家都使用这样的基准，因此追踪市值加权指数的指数基金数量最多，费用最低，流动性最高，对于投资者来说有最大的选择性。

（5）市值加权指数在理论上没有持有数量的限制，因为市值加权指数中，市值越大的公司其权重也越高。指数本身就是市场，因此不管投资者有一亿，十亿或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一百亿的资金量，在投资并持有市值加权指数基金时没有规模限制。

（6）市值加权指数的计算方法并不复杂，也比较容易复制，因此对于指数基金经理来说，这样的指数比较容易管理，其追踪误差（Tracking Difference）也会比较小。

截至 2015 年年底，在这个世界上可供投资者选择的上市流动的股票里，美国的股票大约占到全球股票总市值的一半左右，而美国的 GDP 约占全世界的 17% 左右，因此从金融投资角度来看，美国的股票市值占比是非常高的。

在美国之后的股票大国是日本、英国、法国和德国，中国（香港）的股票市值大约占到全世界的 2% 左右。随着人民币国际化的推进，以及中国金融市场的不断开放，中国股票在世界股票市场市值中的比重会越来越大。

当然，市值加权指数也并非完美，对其的批评一般有以下几点：

（1）市值加权指数在给指数中股票成员配重时只看市值，而忽略其“内在”或者“基本面”价值。在一个市值加权指数里，越是被高估的股票，其市值越高，而其权重也越高。比如在 1999 年互联网泡沫处于顶峰的时候，最被高估的那几个科技股，在指数中得到的权重也最高，这让一些投资者觉得不甚合理。

（2）市值加权指数合理的一个理论基础是“有效市场理论”，即“价格是对的”。关于有效市场理论的争论从未停息过，而我们如果回顾历史，可以很容易得出结论市场有时候并不那么“有效”。当然，有效市场理论从来没有说过市场总是有效的，这应该是很多人对有效市场理论的误解，但不管怎么说，如果市场总有“无效”的时候，那么基于市值加权的指数也会有估价不合理的时候。

（3）如果再深一步细分市值加权指数的风险因子，我们就可以得出结论，市值加权指数受动量（Momentum）和规模（Size）因子的影响比较大。举个例子来说，标准普尔 500 指数选的是美国市值最大的 500 家公司[①]。按照标准普尔指数选公司的方法，被标准普尔 500 指数选中的公司是大股票（规模因子）或者价格上涨比较快的股票（动量因子），并且规模越大，价格上涨越快，其在指数中的权重也越大。因

① 作者注：严格来说标准普尔 500 指数并不是一个完全量化的指数，因为标准普尔公司有一个委员会来专门决定该指数的成员。委员会在某些特殊时候，比如 2008 年金融危机时，有权力根据他们的主观判断得出结论来决定指数中的成员。但总体上来说，标准普尔 500 指数选的公司和美国市值最大的 500 家公司高度重合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此在风险因子层面，像标准普尔 500 这样的市值加权指数就没有包括小规模股票，并且在其指数中价值型股票的权重过低，从而可能影响投资者的收益。

（4）市值加权指数有时候可能会有严重的行业偏见。比如在 1999 年科技股泡沫破裂之前，指数中的科技和电信行业占比非常高，2007 年金融危机爆发之前，指数中的银行股比重非常高。市值加权指数反映了不同行业周期的兴替，并将其放大。

在指数编制的选择中，没有完美的方法。作为投资者，我们只能在考虑各种不同的因素后通过妥协和取舍选择最合适的指数。在综合了各种利弊后，我认为市值加权指数是目前最适合广大投资者的股票指数。

6.5 股票投资总结

作为一名股票投资者，在购买股票时，我们应该把自己想象成为这家公司的老板，用一个比较长远的眼光来看待自己的投资。

从历史上来看，股票作为一项资产，能够给予投资者最好的回报，并且抵挡通货膨胀的风险。

基于多元分散的原则，即通过指数基金的方式来购买并且持有股票，是适合广大投资者的最优的股票投资方法。

股票指数有不同的编排方法，目前来说最常用和最适合普通投资者购买的是市值加权型股票指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

债券投资策略

债券，也被称为“固定收益（Fixed Income）”，是广大投资者资产配置中必不可少的一个组成部分。

债券的原理非常简单，大部分人不需要学金融都能理解。在一个典型的债务关系中，债权人先把钱借给债务人，债务人按照借款约定按时偿还利息，并且在债务到期时偿还本金。

在日常生活中，债权和债务关系无时无刻不存在于我们每个人的周围，比如我们去银行存款，就是作为债权人把钱借给银行，而银行则作为债务人给我们支付利息。很多人喜欢购买国库券，这也是一种债务关系，本质上我们购买国库券，就是把钱借给政府，然后政府按照国库券利率向我们债权人支付利息。在这一章中，我将为大家详细分析一下债券的投资要点。

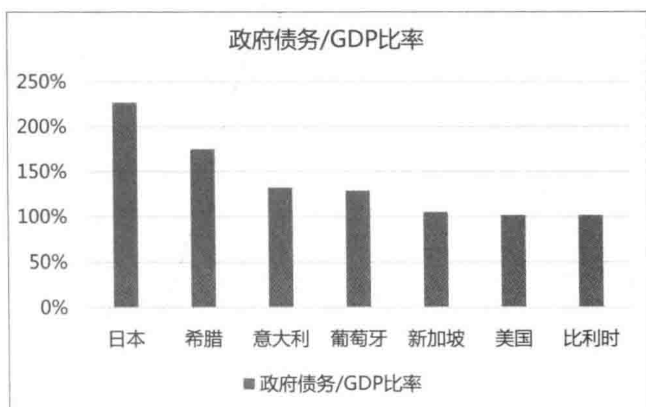
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.1 世界债券市场

从全球金融市场的规模来看，包括政府债券，公司债券，按揭债，非抵押债券等的各种债的市值要远远大于公司股票的市值。根据麦肯锡公司在 2012 年的估计，当时全世界所有的公司股票市值大约为 50 万亿美元，而所有的债加起来的市值则高达 175 万亿美元，是前者的 3 倍多。光是全世界的政府债券（Government Bond），其市值总额就差不多达到了 47 万亿美元，和全球所有的股票的市值差不多。

截至 2015 年 8 月，在全世界所有的政府中，负债最多的是美国政府，其负债总额达到全世界所有政府负债的 29% 左右，紧跟着的是日本，日本政府债券（JGB）的市值大约占到全世界所有政府债务总和的 20% 左右，其他一些债务总额比较高的国家有：中国（6.25%），德国（4.81%），意大利（4.61%），法国（4.35%）和英国（3.92%）[①]。

值得一提的是，这里列举的只是债务总额（根据当时的外汇汇率转换成美元计算），而没有考虑各个国家的经济总量的大小。



数据来源：福布斯，以上计算基于 2014 年数据

如果把国家的经济总量算上，那么负债率（负债 /GDP）最高的国家依次为日本，希腊，意大利，葡萄牙，新加坡，美国和比利时（如上图所示）。

回到开头那个问题，为什么我们投资者要投资债券呢？大致来讲有以下几个原因：

（1）债券是相对来说投资风险比较低的资产。只要债务人按时偿还利息和本金（即

① 数据来源：彭博社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不违约），那么债权人的投资就有稳定回报（在扣除通货膨胀之前）。

一般来讲，把钱借给国家政府（即购买政府债券）是非常安全的。一来政府破产违约属于小概率事件，二来如果是以本国货币计价的国债，政府可以通过无限印钞去偿还其债务。因此如果投资本币国债，在理论上不可能有违约风险。

（2）从历史数据角度来看，政府债券的回报波动率要比股票小很多，这也从实证角度印证了上面提到的债券风险比较小的论断。

（3）债券的回报和股票回报相关性不大。在很多时候（比如美国债券和美国股票），两者的关系呈负相关。根据现代投资组合理论，在一个股票组合中加入债券的话，可以提高资产组合的风险调整后收益。

（4）有些政府提供防通胀债券（比如美国的 TIPS，英国的 Inflation linked gilts 等）供广大投资者选购。防通胀债券的投资回报和通货膨胀率挂钩，可以帮助投资者应对无法预测的通货膨胀风险。

所以说，每一个投资者的资产组合中，债券都应该占有一席之地。

为了更好地分析作为投资标的的债券，我们可以把债券的回报（也可以称为风险，回报和风险其实就是一枚硬币的两面）更加进一步的细分为下面的组成部分：

（1）无风险回报（Risk Free Rate）；

（2）期限溢酬（Term Premium）；

（3）信用利差（Credit Spread）。

下面就每一个回报（风险）来具体的讨论一下。

7.2　无风险回报（Risk Free Rate）

无风险回报，指的是理论上投资者不需要承担任何风险就可以获得的回报。在现实生活中，严格来讲没有任何资产可以在没有风险的情况下给予投资者回报。和无风险回报最接近的回报是短期政府债券（Treasury Bill）能够提供的回报。

短期政府债券的定义是政府发行的短于一年的国债。绝大部分的金融学术研究都假设美国政府不可能在其发行的美元债务上违约，因此这些短于一年的美国国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就被视作是绝对安全的投资品种。相应地，从这样的短期债券上得到的回报被称为“无风险回报”。同理，如果假定中国政府不可能在人民币债务上违约，那么中国政府发行的短期国债提供的回报也是“无风险回报”。

资产	1802—2012 年历史年回报（扣除通胀后）
美国股票	6.6%
美国长期政府债券	3.6%
美国短期政府债券	2.7%
黄金	0.7%
美元现金	-1.4%

数据来源：Jeremy Siegel:《Stocks for the long run》，2012

从历史上来讲，短期政府债券（T-bill）可以给予投资者非常不错的回报，比如上图显示的是美国过去 200 年的各种资产的真实回报（扣除通货膨胀之后）。我们可以看到短期政府债券的回报是每年 2.7%，考虑到这个回报在不担任何风险的前提下战胜了通货膨胀，可以说是相当的不错。

主要工业国实际利率	1900—2000 年算术平均	最低	最高
法国	-2.6%	-41.7%	38.9%
日本	-0.3%	-75%	29.8%
德国	0.1%	-100%	38.8%
英国	1.2%	-15.4%	42.4%
美国	1%	-15.1%	20%

数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

从世界范围来看，不同国家的真实利率回报则相差比较大。举个例子来说，在 1900—2000 年的 100 年间，真实利率（扣除通胀之后）最高的工业化国家为丹麦，平均每年 3% 左右[①]，而真实利率最低的工业化国家为意大利，德国和法国。这几个欧洲国家在一战或者二战之后都经历了严重的通货膨胀，因此真实利率为负，介于每年 -4.1%～-0.6% 之间。

德国在 20 世纪 20 年代的魏玛共和国时期，经历了世界上主要工业国之中最为

① 数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严重的通货膨胀，举例来说，1922 年一美元大约值 320 德国马克，而到了一年之后的 1923 年，美元兑德国马克的汇率达到了一美元兑四万两千亿德国马克[①]。如此疯狂的恶性通货膨胀导致现时今日的德国人对通胀的风险仍旧高度警惕。

德国人对于通胀的态度也可以解释很多他们对于金融政策的态度，比如欧洲央行是全世界为数不多的仅以价格稳定作为其核心政策目标的中央银行。相比之下，美国的央行美联储，就同时将价格稳定和降低失业率作为其政策目标。

当然，严格来讲，中央银行很难同时兼顾到价格水平目标和失业率目标，因此在实际工作中更多的是一种取舍和平衡。欧洲央行将价格稳定作为其唯一的政策目标，直接省略就业率目标，就是要明确地告诉市场，在这两个目标中，价格稳定（即每年 2% 左右的通胀率）占有绝对的主导地位。而这背后的原因，有很大一部分就是德国人对于通货膨胀的深深忌惮。

大致来讲，全世界主要工业国的通货膨胀威胁在 1980 年以后基本得到了控制。以美国为例，美国在 20 世纪 70 年代经历了严重的通货膨胀危机。1979 年保罗·沃克被当时的美国总统吉米·卡特任命为美联储主席时，美国的通胀率在 10% 以上，并在 1980 年达到创纪录的 14.8%，同时，美国的失业率也攀升到 10% 以上，美国面临着无法从“滞胀”泥潭中摆脱出来的经济难题。

为了应对通胀，保罗·沃克主席推出了一系列强硬的货币政策，如大幅度提高利率，美联储基本利率（Federal Fund Rate）在 1980 年被升高到 20%，后来到了 1983 年，通货膨胀终于被成功控制，通胀率回落到 3% 左右。

主要工业国实际利率	1900—1980 年	1980—2000 年
法国	-4.8%	2.6%
日本	-3.1%	2.1%
德国	-1.5%	3.1%
英国	0.1%	4.5%
美国	0.4%	2.8%
主要工业国平均[②]	-0.7%	3.7%

数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

① 数据来源：Cole, J, Symes, C, Coffin J, and Stacey R: Western Civilizations: Their history and their culture.

② 主要工业国包括：意大利，法国，日本，比利时，德国，澳大利亚，西班牙，荷兰，英国，南非，美国，爱尔兰，加拿大，瑞士，瑞典，丹麦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从上表中我们可以看到，全世界所有的主要工业国，在 1980 年以后都有比较显著的正的真实利率（扣除通胀之后的利率），和 1980 年以前的情况完全相反。平均来说，主要工业国在 1980—2000 年的真实利率达到了每年 3.7% 左右，曾经让人谈虎色变的通货膨胀基本上从人们的生活中消失了。这也是为什么当今的投资者对于通货膨胀威胁不太紧张的原因之一，因为我们已经有好多年没有经历过像 20 世纪 20 年代德国魏玛共和国和 1948 年中国内战时国统区那样的恶性通货膨胀了。

短期政府债券（T-Bill）给予投资者的另外一个好处是，它的回报和股票回报的相关性非常小，有时候甚至是负的。从现代资产组合理论来看，在一个多资产的组合配置中，投资者应该加入短期政府债券，来降低整个资产组合的风险，提高其风险调整后的收益。

7.3 期限溢酬（Term Premium）

期限溢酬，指的是投资者可以从承担久期风险（Duration Risk）中得到的超过无风险回报的那部分投资回报。

对于一个门外汉来说，可以这么理解期限溢酬，假设我们要去买一个国库券，在通常情况下，我们能够购买的国库券从短期到长期有 3 个月，1 年，3 年，5 年期甚至更长，在大多数情况下，国债的期限越长，其收益率越高。

比如下面是 2016 年 3 月 9 日中国财政部公布的关于国债发行的公告。

更新：财政部决定发行 2015 年凭证式（一期）国债（以下简称本期国债），现将发行等有关事宜公告如下：

一、本期国债最大发行总额 300 亿元，其中，3 年期 180 亿元，票面年利率 4.92%；5 年期 120 亿元，票面年利率 5.32%。

二、本期国债发行期为 2015 年 3 月 10 日至 2015 年 3 月 19 日。

三、投资者提前兑取本期国债按实际持有时间和相对应的分档利率计付利息，具体为：从购买之日起，本期国债利率按持有时间不满半年不计付利息，满半年不满 1 年按年利率 1.66% 计息，满 1 年不满 2 年按 3.39% 计息，满 2 年不满 3 年按 4.41% 计息；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 年期本期国债持有时间满 3 年不满 4 年按 4.91% 计息，满 4 年不满 5 年按 5.05% 计息。

从上面的公告中我们可以得知：

（1）5 年期的国债利率（5.32%）要比 3 年期的国债利率（4.92%）高；

（2）如果提前兑取国债，那么投资者得到的实际利率随着持有时间的增加而升高。比如持有不满半年的，利率为零，持有半年到一年的，利率为 1.66%，以此类推。

在绝大部分的时间，这个规律在世界各国都适用。为什么持有更长期的国债可以获得更高的利息呢？一般来说有几个原因。

（1）国债的久期（Duration）越长，其价格对于利率变动的敏感度越高，所以该国债的利率风险越大，投资者可以把久期想象成一个杠杆。举例来说，如果基本利率上升 1%，久期为 1 的债券，其价格会下降 1%。而久期为 10 的债券，其价格则会下降 10%。因此久期越长的债券，波动率越高，风险也越高。那么购买更长期限的国债的投资者需要获得一个风险溢价来补偿他承担的更高的风险。

（2）投资者如果购买更长期的国债，那么他就放弃了短期的流动性。就像上面的例子所说，如果投资者购买了一个 5 年国债，那么要获得每年 5.32% 的收益率的话，投资者需要持有满五年。也就是说在这五年里，投资者不能提前赎回（否则他收到的收益会低于 5.32%）。在这种情况下，投资者需要额外的回报来补偿自己放弃的流动性。

（3）如果由于某种原因，短期国债的利率高于长期国债，那么在一个有效的市场内，大部分投资者会选择买入短期国债，卖出长期国债。这样的套利（Arbitrage）行为会导致短期国债收益率下降，长期国债收益率上升，从而导致期限溢酬重新变正。

当然，历史上也有反常的时候，即短期国债的利率高于长期国债的利率，也就是说期限溢酬是负的。举个例子来说，美国 10 年期国债的期限溢酬，在 2016 年 5 月 17 日达到了负 0.38%，是从 1960 年以来的最低值。

美国政府债券历史回报（1900—2000 年）	真实年回报（扣除通胀后）率
短期政府债券（1 年以下）	0.9%
中期政府债券（1-7 年）	1.6%
长期政府债券（7 年以上）	1.6%

数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了刚刚提到的特殊时期，在历史上的绝大部分时间里，投资者可以从持有更长期限的国债中获得正的期限溢酬，比如上表显示的是 1900—2000 年（100 年）美国政府债券投资者可以获得的期限溢酬。我们可以看到，投资者购买中长期债券的话，相对于短期债券大约可以获得每年 0.7% 左右的期限溢酬。

值得一提的是，购买美国长期政府债券和中期政府债券获得的历史回报相同。也就是说，我们这里讨论的期限溢酬，在债券的时长超过一定的时限（比如 7 年）以后，就基本消失了。这个历史发现给我们的启示是，投资者为了获得期限溢酬，购买中期政府债券（7 年以下）就够了，没有必要去购买那些长期政府债券。因为在长期政府债券中，投资者承担了更多的久期风险，却没有得到相应的回报。

主要工业国政府债券期限溢酬 （1900—2000 年）	几何平均	算术平均
法国	2.4%	2.7%
日本	0.5%	1.4%
德国	-1.7%	0.2%
英国	0.3%	0.9%
美国	0.7%	1.0%

数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

从全世界范围来看，上面提到的期限溢酬在很多国家都普遍存在。比如上表显示的是世界主要工业国在过去 100 年（1900—2000 年）间的政府债券的期限溢酬。我们可以看到，除了德国（几何平均）以外，其他主要国家都有正的期限溢酬，其溢酬的范围在每年 0.2%～3% 左右。

同时也需要指出，所有国家都经历过负的期限溢酬，尤以德国（比如高通胀时期）为甚，但如果拉长时间维度，从总体上来说投资者如果购买时间更长（超过一年）的国债还是可以得到相当的期限溢酬的。

7.4 信用利差（Credit Spread）

信用利差，也叫违约溢价（Default Premium），来自于投资者购买的非国债以外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司或者房地产抵押债券。由于投资者承担了该公司违约的信用风险，因此他需要获得超额回报作为补偿。

在上文中我提到过，由于政府可以无限印钞，因此我们可以假定以本币计的政府债券没有违约风险，但对于公司来说，他们没有印钞的权力。因此如果公司经营业绩不佳，那么他们就会有在其发行的公司债券上违约的可能性，而投资者如果去购买此类债券，就需要承担比政府债券多一层的公司违约风险，因此也会要求得到更高的回报。

在普遍情况下，公司债券的风险相对来说要小于公司股票，这主要有两个原因：

（1）公司债券的派息率是固定的（比如每年 5%）。只要公司没有违约，投资其债券可以得到的回报是比较稳定并且可以预测的，这个特点导致公司债券价格的波动率比股票要小，因此让人感觉更安全。

（2）在公司破产清盘的情况下，债券持有人的等级在股东之上。法律上公司需要先满足债权人的利益，如果还有任何剩余，再满足股东的利益诉求。

美国历史信用利差（1900—2000 年）	投资者购买 1 块钱的收益
政府债券	5 元
公司债券	8.2 元

数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

从美国的历史来看，相对于政府债券，持有公司债券确实可以给予投资者更高的回报。

假设我们在 1900 年的美国用 1 元钱购买政府债券和公司债券。到了 100 年后的 2000 年，政府债券的价值变成了 5 元，而公司债券的价值变成了 8.2 元，这多出来的 3.2 元，就是这 100 年间的信用利差。

值得一提的是，上表计算出来的公司债券信用利差是这 100 年以来累计的平均超额回报，而不是一个稳定的固定收益。在这期间，有不少时间公司的违约溢价为负，即投资公司债券的回报反而不如政府债券。这样的情况主要发生于经济萧条或者金融危机期间。由于公司经营业绩不佳，盈利不如一开始预期的那么强，甚至有些公司在其债券上违约，在这种情况下，持有公司债券可以得到的回报反而不如政府债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.5 通货膨胀

如果投资债券，那么投资者需要非常注意通货膨胀风险。因为债券的利息是固定的，如果通货膨胀率比较高，那么从实际收益来说，债券投资者收到的回报就缩水了，在 20 世纪 70 年代，美国和英国等工业国都曾经经历过严重的通货膨胀。因此投资者们应该牢记教训，不要忘记这个前车之鉴。

为了应对通货膨胀风险，我们也可以考虑购买一种比较特殊的政府债券，叫做防通胀债券（Inflation Linked Bonds），防通胀债券的原理是其派息和通货膨胀率（消费物价指数 CPI）挂钩。这样如果通胀率上升，那么投资者可以得到的派息也会上升，从而抵消通胀率上升对投资者真实回报造成的负面影响。目前美国，英国，日本，德国等主要工业国政府都发行了防通胀债券。



数据来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton: Triumph of the Optimists, 2012

那么购买防通胀债券的投资者们得到的回报如何呢？上图显示的是英国从 1981 年到 2000 年各种不同的政府债券给予投资者的回报（扣除通胀后）。我们可以看到，防通胀债券（上图浅色柱）在该经济体经历意想不到的通货膨胀时（比如 1997/1998 年），会给予投资者比较高的回报，而如果最后实际通胀率比预期的通胀率要低（经济陷入出乎意料的通缩），那么防通胀债券给予投资者的回报就会比较差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于防通胀债券的投资者来说，购买防通胀债券就好比为通货膨胀风险买了个保险。大家知道，天下没有免费的保险。如果想要为自己害怕的风险上保险，那么我们就需要支出保费。而如果最后我们想要投保的风险没有发生（比如通胀率没有上升），那么我们的投资回报会下降，因为保费就这样白白浪费掉了。

一个投资者进行多资产配置时，应该包括防通胀债券。除了上面提到的应对通货膨胀的功能，防通胀债券也能起到多元分散的作用。从历史上来看，防通胀债券的价格波动和政府债券的价格波动之间的相关系数为 0.5 左右(英国 1981—2000 年)。因此在一个多资产配置组合中加入防通胀债券的话，可以有效地提高该资产组合的风险调整后收益。

美国的情况也很类似，以 1999—2014 年的美国历史为例，美国的防通胀债券（TIPS）和股票的相关系数为 0.02，和房地产的相关系数为 0.22，和公司债券的相关系数为 0.78，因此在一个多资产的配置组合中加入防通胀债券可以有效降低投资组合的风险，增加其风险调整后收益的水平。

7.6 多资产组合配置中的公司债券

如果把公司债券拿出来作为一个单独的资产类型，购买公司债券有可能让投资者获得额外的信用利差回报，但是如果把公司债券放入一个多资产组合的配置策略中，其贡献和价值则可能发生变化。在这一节我主要来谈谈公司债券在多资产配置组合中的作用。

7.6.1 反对投资公司债券的理由

有很多学术圈和投资业内人士反对投资者在多资产组合配置中购买公司债券。我在这里举几个例子。

1. David Swensen

David Swensen 是美国耶鲁基金会的首席投资官，Swensen 管理的耶鲁基金会在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去 20 多年取得了非常好的回报，因此其投资管理方法被很多其他机构作为成功的“耶鲁模式”典型来加以学习，Swensen 在其多本著作中都反对投资者购买公司债券。

比如 Swensen 在他 2000 年出版的 *Pioneering Portfolio Management* 中提到，公司的管理层对于债券和股票的态度是不一样的。每一个公司的管理层都希望自己公司的股票价格不断上涨，因为他们很多人本身就是公司的股东，或者他们的报酬和公司股价表现有直接的挂钩。但是每一个公司的管理层都希望公司的债券价格下降，因为如果该公司的债券价格下降，公司就能以比较低廉的价格将债券从投资者手中回购，从而降低公司的融资成本，提高盈利。

在 Swensen 另外一本书 *Unconventional Success* 中他提到，公司债券对于投资者的价值用政府债券就可以达到，完全不需要去购买公司债券。如果投资者购买公司债券，其需要承担的风险除了普通债券面临的利率和通胀风险之外，还有违约风险、收回风险（Call Option Risk）、流动性风险和外汇风险（如果该公司债券以外币计），投资者完全没有必要去承担这些额外的风险，因此在书中 Swensen 推荐投资者只购买美国政府债券和防通胀债券（TIPS）。

2. Larry Swedroe

Larry Swedroe 是美国一家投资咨询公司 Buckingham Advisor 的研究董事。他也是多本投资类书籍的作者，比如 *The Quest for Alpha*（2011），*Think, Act, and Invest Like Warren Buffett*（2012）等。

在 Swedroe 写过的一本书 *The only guide to a winning bond strategy you'll ever need* 中，他推荐投资者只考虑购买短期和中期的政府债券，以及高质量的政府债券，同时他提醒投资者避免购买任何种类的长期债券和垃圾债券（评级低于 BBB 的公司或政府债券）。

3. Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Deepak Agrawal and Christopher Mann

这四位学者是美国纽约大学 Stern 商学院的教授。在 2001 年他们合写了一篇发表在 Journal of Finance 上面的学术论文 *Explaining the rate spread on corporate bonds*》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在该论文中，作者们指出，垃圾债券（High yield corporate debt）的高收益主要来自于其内含的股票属性，而非债务属性，而这些来自于股票属性的风险溢价无法通过多元分散来消除，因此作者们得出结论：垃圾级别的公司债券不值得拥有。

4. Martin Fridson

Martin Fridson 是美国投资公司 Lehman, Livian, Fridson Advisors LLC 的首席投资官。在 Fridson 于 1994 年发表的一篇学术论文中，他指出公司债券实质上两个部分组成：

公司债券收入 = 利息收入 + 卖出基于公司股票的看跌期权（Put Option）得到的期权费收入

当发行债券的公司资不抵债，申请破产时，上述公式中的看跌期权会被激活，公司的股权会被转让到购买该公司债券的债权人手中。

如果一家公司的质量非常高，没有破产的可能性，那么上述公式中的看跌期权就不值什么钱。在这种情况下，公司债券的价格基本取决于市场上利率的价格波动。也就是说，投资者购买这样的公司债券，面临的风险和投资者购买相同级别的政府债券面临的风险是一样的，而如果公司有破产的风险，那么其债券价格波动又会像公司股票那样非常剧烈，投资者难以获得本来期望的比较稳定的债券式收益，所以如果投资者的投资组合中已经有了政府债券和公司股票，那么再购买公司债券就显得有些多余了。

5. Attakrit Asvanunt and Scott Richardson

Asvanunt 和 Richardson 是美国著名的对冲基金 AQR 的两位经济学家。在他们俩 2015 年合写的学术论文 *The credit risk premium* 中，两位作者得出结论：如果购买美国的公司债券，从 1936 年到 2014 年投资者能够获得的违约风险溢价（Default Risk Premium）大约为每年 1.3% 左右，也就是说，在这 78 年间，购买公司债券可以比购买政府债券每年平均多获得 1.3% 左右的回报。

但是这个 1.3% 只是平均回报而已。在经济扩张，人人乐观的美好年代，违约风险溢价会比较高，但是到了经济萧条的悲观年代，同样的违约风险溢价就缩小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至消失了，同时公司债券的违约风险溢价和公司股票的风险溢价（Equity Risk Premium）成正比，也就是说投资者以为自己买了个债券，实际上这个债券至少是半只股票。

6. 投资级别公司债券也有违约风险

很多人将投资级别的公司债券视为和政府债券相同的保本投资品种，事实上这是一种误解。从本质上来讲，公司债券是政府债券和公司股票的混合体。购买公司债券需要承担利率风险（比如央行把利息升高的话，公司债券的价格会下降）和信用风险。

年　　份	公司债券总违约数	投资级别公司债券违约数
2014	60	0
2013	81	0
2012	83	0
2011	53	1
2010	83	0
2009	268	11
2008	127	14
2007	24	0
2006	30	0
2005	40	1
2004	56	1
2003	119	3
2002	226	13
2001	229	7

数据来源：Standard and Poor's Global Fixed Income Research, Standard and Poor's Creditpro

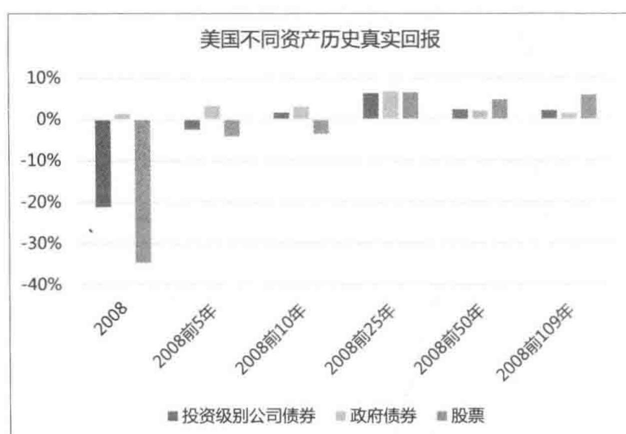
上表显示的是 2001—2014 年全球公司债券的违约记录，我们可以看到投资级别的公司债券违约案例时有发生，投资级别公司债券的违约率在 2002 年和 2008/2009 年达到了高峰。

公司债券给予投资者的风险介于政府债券和公司股票之间。我们假定政府债券没有违约风险（因为政府总是可以无限量的印制自己发行的货币），而购买公司股票的回报则要比公司债券高得多，因此两头不讨好的公司债券成了“鸡肋”，被很多投资者所摒弃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.6.2 公司债券历史回报分析

那么公司债券是否如上面这些人说的这么不堪呢？我们可以从公司债券历史上的长期回报来分析这个问题。



数据来源：Deteutsch Bank, 100 Years of Corporate Bond Returns Revisited, 2008

上面这张图表显示的是从 1900 年到 2008 年（109 年）美国历史上投资级别公司债券，公司股票和政府债券的真实回报记录（扣除通胀后）。从图中我们可以看到，如果投资时间比较长（10 年以上），那么投资级别公司债券的历史回报无论在哪段历史中，都要比公司股票的回报差不少，比如在 2008 年以前的 109 年，50 年和 25 年，公司股票的年回报率都要高于公司债券的年回报率。

但是如果投资周期比较短，那么投资级别公司债券的投资回报则可能好过股票，比如截至 2008 年之前的 5 年和 10 年，投资级别公司债券的回报都要好过公司股票，当然，这其中主要的原因是 2008 年金融危机中，公司股票价格下跌幅度比较剧烈。

那么公司债券的回报和政府债券相比如何呢？如上图所示，截至 2008 年的过去 109 年间，美国政府债券和公司债券的回报差别非常小。在过去 25 年，政府债券的回报甚至超过了公司债券回报，这个结论和 Attakrit Asvanunt 以及 Scott Richardson 的研究发现结果一致。

在一个有大量政府债券的投资组合中，公司债券“鸡肋”的尴尬身份显现无遗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如在 2008 年，政府债券的回报是 4.58%，而公司债券的回报是 -18.66%，投资回报好不到哪里去，而在金融危机时又起不到保护资产组合的作用，因此可以说公司债券是两边不讨好。

值得一提的是，在过去的 30 年中，美国的债券市场（包括公司债券和政府债券）经历了一个大牛市，这样的情况在历史中是比较反常的。当然这样的大牛市是否会在接下来的 30 年重现则是另外一个问题。

有些朋友可能会说，你上面举得是 2008 年以前的例子，那么有没有时间更近的分析呢？

以证据主义的投资哲学为基础，我们着重检验了两个比较常用的股票和债券指数最近 15 年（2002—2016 年）的历史回报数据。

（1）Iboxx US Investment Grade Bond Index（美国 Iboxx 投资级别债券指数）；

（2）S&P 500 Total Return Index（美国标准普尔 500 完全回报指数）。

2002—2016 年	美国股票	美国投资级公司债券
年回报	11.53%	8.85%
年波动率	19.43%	5.51%
最大回撤	55.25%	15.67%

数据来源：五福资本，彭博社

从 2002 年到 2016 年的 15 年间，美国股票的年平均回报达到了 11.5%，而投资级别公司债券的回报为每年 8.85% 左右。同时，股票的年波动率要远远高于公司债券，最大回撤也是债券的 3 倍多，“高风险，高回报”这句话用在股票上面是非常恰当的。

2002—2016 年	股票和投资级别公司债券回报相关系数
日回报相关系数	-0.87%
月回报相关系数	23.99%
年回报相关系数	45.81%

数据来源：五福资本，彭博社

从公司债券和公司股票的历史回报来看，以日回报历史计算的话两者之间有负相关关系，但是如果以月回报和年回报来看的话则两者之间有正相关关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以说，大致来讲，在一个已经有多元分散的股票的资产组合中，公司债券的价值有限，因为其回报不如股票，风险又比政府债券更高。

2002—2016 年	股票和政府债券回报相关系数
日回报相关系数	-35.42%
月回报相关系数	-23.93%
年回报相关系数	-53.78%

数据来源：五福资本，彭博社

公司债券对于拥有股票的资产组合的分散和保护作用完全比不上政府债券。在之前的分析中我们观察到公司债券的月回报和年回报和股票有正相关关系，而政府债券的历史回报，无论是日回报，月回报或者年回报，和股票都有负相关关系。因此在一个多资产的配置组合之中，政府债券可以提供的多元分散，降低风险的价值要远远高于公司债券。

2002—2016 年	美国股票	美国投资级公司债券	美国政府债券
年回报	11.5%	8.8%	6.7%
年波动率	19.4%	5.5%	4.5%
夏普比率	0.59	1.61	1.50

数据来源：五福资本，彭博社

以上是我们做过的介于 2002—2016 年美国股票，公司债券和政府债券回报历史的小结。从图中我们可以得出下面的结论：

（1）风险越高，回报越高，天下没有免费的午餐。股票的回报最高，但波动率也最高。

（2）政府债券和公司债券的夏普比率（风险调整后收益）都很不错。当然，这个历史段的特殊之处在于我们经历了一个历史上罕见的债券大牛市，因此债券在未来 20～30 年能否持续如此优异的表现尚存疑问。

（3）政府债券在回报上和公司债券相差不大，但是风险却要小不少。政府债券和股票回报的负相关关系价值是公司债券无法代替的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.7 债券投资总结

如果一个投资者购买固定收益类投资（债券），那么他可以从以下一些途径获得其承担的风险的相应回报。

回报来源	债券种类
无风险回报	短期政府债券
期限溢价	中期政府债券
信用利差	公司债券
真实利率	防通胀债券

首先是无风险利率，该风险回报可以通过持有短期政府债券获得；其次是期限溢价，要获得期限溢价回报，投资者需要购买并持有久期长一些的政府债券；第三个风险因子是信用利差，投资者可以通过投资公司债券获得该溢价回报；最后是真实利率（扣除通胀之后的利率回报），要获得这个回报，投资者可以通过购买防通胀债券来实现。

投资者在一个设计自己的多资产资产配置方案中，还需要注意以下几点：

（1）投资者不仅要持有美国或者中国债券，也要持有其他各国债券。不仅要持有政府债券，投资者也需要持有包括政府债券，公司债券，和防通胀债券在内的不同种类的债券。

（2）公司债券是政府债券和股票的综合体，兼有政府债券和股票面临的投资风险。

（3）从资产组合的角度来看，政府债券的核心作用不可替代，政府债券对于一个多资产组合的贡献是公司债券无法比拟的。如果投资者只拥有股票，那么他增加持有一些公司债券，可以降低其投资组合的风险。

（4）如果投资者在一个多资产组合已经有了股票和政府债券，那么公司债券能够增加的价值就比较有限。投资者可以考虑在该资产组合中加入一些公司债券，但是比例不宜过高。

（5）一个聪明的投资者，会寻找成本最低的方式去实现跨国的多资产配置组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

基金投资策略

截至 2016 年 5 月底，中国的公募基金数量超过了 3,000 只，管理这些基金的基金公司超过了 100 家，管理的资金规模高达 8.09 万亿元[①]。同时，截至 2016 年 4 月，中国完成登记备案的私募基金数量超过 2 万只。对于广大投资者来说，我们面对的各种林林总总的基金实在是太多了。那么我们应该如何做出理性的选择呢？这一章就来说说这个问题。

① 数据来源：http://caifu.cnstock.com/fortune/sft_jj/tjj_yndt/201606/3823077.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.1 主动和被动投资

在具体分析基金投资理论前，首先需要对主动型投资和被动型投资的概念做一个区分。

8.1.1 主动型投资者的投资活动

这个世界上有各种各样的主动型投资者，因此很难用一句话来简短概括。在 Mark Hebner 所著的 *Index Funds: The 12 step Recovery Program for Active Investor* 中，作者对主动和被动投资做了比较详细的区分，让我在这里和大家分享一下。

根据 Hebner 的总结，主动型投资者主要热衷于以下的投资（投机）活动：

（1）购买主动型投资基金；

（2）挑选个股，挑选买卖股票的时间；

（3）追逐最流行的投资热点（比如金砖四国，一带一路概念等）；

（4）基于最近几年的业绩去挑选基金经理；

（5）在进行投资时最关注短期业绩，而忽略长期的历史数据和规律。

8.1.2 主动与被动投资者的异同

如果进行更深入的分析，可以从以上几个方面来对比主动投资和被动投资的区别。

	主动投资	被动投资
投资目标	战胜市场	满足于市场平均回报
策略	选股，选时，选行业，选基金经理	指数化投资，定期再平衡，长期持有
交易量	高，每年更换持仓量的 62% 左右 ①	低，每年更换持仓量的 3% 左右 ②

（1）投资目标：主动投资的目标是要战胜市场，而被动投资则满足于收获市场（平均）回报。当然，主动投资者能否真的战胜市场则是另一个问题。

（2）历史平均回报：从美国历史上来看，在个人投资者中，主动投资者的平均

① 以美国股票型主动基金为例。
② 以标准普尔 500 指数基金为例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报要远远低于被动投资者。

根据美国研究公司 Dalbar 的统计显示，在过去的 30 年间，美国主动型投资者在股票和债券类资产中的回报远远不及被动投资者，比如股票型主动投资者的年回报率在 3.69% 左右，而同期标准普尔 500 指数的回报率在每年 11% 左右。

（3）策略：主动投资者需要做出很多决策，比如选股，选时，选基金经理等，因此相对而言，主动投资者需要动的脑筋要远远超过被动投资者。

（4）交易量：由于主动投资者需要做出很多选择，因此他 / 她也需要做出更多的交易。平均来讲，美国主动投资者每年的交易量大概是被动投资者的交易量的 6 倍左右。不管这些决策是否合理，有一点是肯定的：主动投资者需要付出的交易费用（给券商的佣金）要远远高于被动投资者。

（5）宣传：绝大部分的券商，银行，基金公司等都是主动投资策略的鼓吹者，其主要原因是他们可以从中赚到更多的钱（比如佣金 / 管理费 / 渠道分成等）。

举例来说，各大券商不断地向投资者发出各种投资研究分析，经济学简报等，让投资者形成一种印象：即在阅读了这些材料之后投资者有看透未来市场走向的能力，于是不自觉地进行下注。当投资者沉浸于和市场“搏杀”时，这些金融服务商在不知不觉之中赚了个够。

为什么在美国历史上，主动投资者的回报要远远差于被动投资者呢？这其中有很多原因，有一条值得在这里稍微讨论一下的是投资者情绪。

8.1.3 投资者情绪

大多数主动投资者不会在市场低迷时进场购买，因为那时候市场情绪还不明朗，有很多不确定因素，因此投资者的心情介于不确定和有兴趣之间。

随着市场慢慢上涨，越来越多的报纸和电视开始报道市场大好的环境，因此投资者的心情开始变得自信起来：很多主动投资者会在这时候开始入场购买。随着市场不停上涨，主动投资者的自信心变得爆棚，其心理状态也从自信变为贪婪，于是我们看到了诸如 2015 年 A 股市场曾经经历过的熟悉的一幕：砸锅卖铁买股票，场外融资，多重杠杆等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当市场开始有下跌势头时，主动投资者从贪婪变为怀疑：这个时候他们不能确定市场是否已经开始反转，还是只是暂时的回调，这个时候投资者的心情是很复杂的：一方面他们可能还有小额盈利，因此非常害怕失去这些赚来的浮盈；而另一方面，贪婪又给他们壮了胆：一辈子一次的大牛市，如果不博一下，下次可能就要等上好多年了。在这个阶段，主动投资者们经历的压力也是巨大的：吃不香，睡不好，每天盯着股市价格的上涨和下跌，自己的心情也随着涨跌而忽好忽坏。

当市场继续下跌时，主动投资者们终于顶不住了，他们的心理状态从怀疑变为惊慌：有些由于保证金不够或者场外融资的保本线被触及而被强行平仓，有些则被市场的悲观气氛影响，在万分痛苦中割肉认栽。

在很多情况下，这还没完。一般来说还有一个后手，即市场在经历了动荡之后又反弹了。在这个时段，留给主动投资者的除了痛苦还有后悔：早知道这样，当初就不应该在最错误的时候把股票卖掉。

中国的 A 股指数从 2015 年初的 3,000 点左右上涨到年中的 5,000 点以上，然后暴跌到年底的 3,600 点左右。从全年来看（2014 年 12 月 31 日—2015 年 12 月 31 日），A 股指数上涨了 12%，因此被动投资者的回报是 12%（扣去被动型指数基金的管理费，净回报稍低于 12%）。



数据来源：彭博社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么主动投资者呢？很多股民在回顾自己2015年炒股的经历后，不难得出自己亏了一把的结论，在一个股票上涨的牛市里还亏钱，这就是主动投资者们面临的窘境。

全世界最大基金公司——先锋集团的创始人约翰·博格尔大力提倡投资者通过被动投资来管理自己的资金，为退休做长期计划。他说过：你几乎永远找不到一位可以持续战胜市场的基金经理，更好的办法是付出少得多的费用去购买一个指数基金。

博格尔痛恨金融行业对于投资者过高的收费，在其好几本书中均有提及，据晨星统计，65%的被动型指数基金的总费用率低于0.1%，而65%的主动型基金的费用率在0.9%左右，是被动型指数基金费率的9倍！

这样的情况在中国更为严重。比如先锋集团旗下的标准普尔500指数基金（VOO）的总费用率为0.05%，国内的美元投资者，可以选择购买博时标普500ETF（513500），该ETF追踪的指数也是标准普尔500指数，和先锋集团的标准普尔500指数ETF一模一样。博时标普500ETF管理的资金规模为2亿人民币（约合3000万美元，截止2016年6月），每年的总费率为0.85%（基金管理费0.6%，基金托管费0.25%）。也就是说，如果以先锋的VOO作为比较对象，那么博时标普500ETF的费率是海外相同ETF费率的整整17倍。

耶鲁大学前基金会主席，查尔斯·艾利斯在他的著作《投资艺术》（*Winning the loser's game*）中，也极力提倡以指数为核心的被动投资策略。

美国最大的券商和基金之一，嘉信理财的创始人Charles Schwab在谈到他自己的投资策略时，说他大约有75%的储蓄投资在被动型指数基金中，嘉信理财在2014年管理的资金数量为24,000亿美元左右，年利润13亿美元左右。

一个聪明的投资者，应该认识到自己的投资能力和弱点，选择最适合自己的投资方式来达到自己的理财目标。如果有充分证据表明自己有通过主动投资获得超额回报的能力，那么投资者不妨继续专注于自己擅长的选股或者挑选基金经理的投资活动，但如果没有证据表明自己有这方面的能力，那么购买并且长期持有低成本的被动型指数基金是更加明智的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.2 主动型基金面临的挑战

上一节中对比了主动型和被动型投资的区别，在这一节中来讲讲主动型基金经理面临的挑战。

总体来说，基金经理是一个比较特殊的群体。他们通常拥有骄人的简历，比如美国常春藤联盟的学位和华尔街银行多年的工作经验，看起来非常聪明，点评市场的时候经常一语中的，这可能也是为什么基金经理经常被投资者和大众追捧的原因之一。

由于追捧基金经理，因此大多数投资者会选择将自己的储蓄投在各种基金中，比如说，在美国，超过一半的投资者会聘请主动投资型基金经理来看管他们的退休储蓄。

在 2014 年，所有美国人的退休养老金计划中，大约有 55%的资金被投资在公募基金（Mutual Fund）行业里 [①]。

公募基金的主要投资目的是战胜市场（比如标准普尔 500 指数），所以总体上来说，还是有相当多的人相信基金经理能够创造价值。

基金经理战胜市场到底是事实还是传说呢？

8.2.1 基金经理之间的零和博弈

在分析这个问题前，先举一个我 5 岁儿子的实际生活例子。在新加坡，家长送孩子去补习或上各种培训班是非常普遍的，这几乎已经成为新加坡国家文化的一部分。如果一个学龄前的孩子没有上任何课外补习班，大多数人可能会感到惊讶。而上补习班的目的，自然是让自己的孩子在接下来的考试中，比如英语，数学或者科学上面获得更大的优势。

问题是，如果所有的孩子都被送去这些补习班，那么这就几乎等于每个孩子都不被送到任何补习班。这就是新加坡父母面临的难题：如果你不把孩子送去补习班，你可能会输给其他那些正在这么做的父母，但是，如果每个家长都选择这样做，那

① 数据来源：Investment Compnay Institute, Federal Reserve Board, Department of Labor.

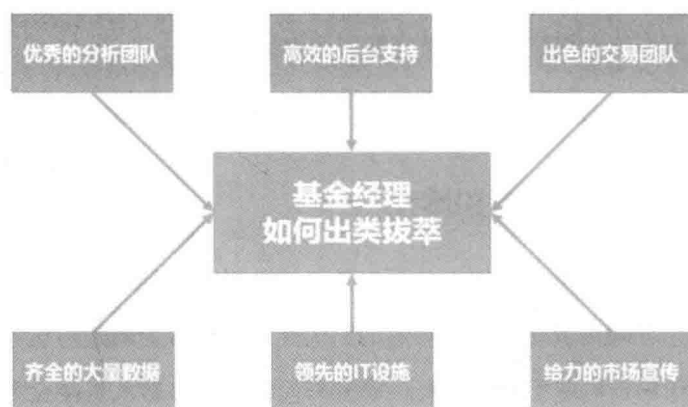
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么大家除了从日常开支中多付出一笔额外的教育费用外，对孩子的帮助并不一定有多大，因为每个家庭的付出都互相抵消了。

这其中的主要的原因是，孩子间的竞争是相对的：最终决定孩子是否能够上好大学的，并不是你的孩子知道多少，而是你的孩子跟其他孩子比起来谁知道得更多。因为说到底，优秀的中学和大学的名额有限，即使整个国家的孩子都成为爱因斯坦级别的神童，他们仍需要根据由相对分数决定高低的考试来做出区分，最后总有一些更“蠢”的或不幸的爱因斯坦可能会错过大学。

为什么我会举出这个例子？因为基金管理行业面临着相似的窘境，要成为一个真正好的主动型基金经理，关键并不是这个经理有多好，而是他与其他经理比起来是否更好。

那么如何才能成为一个鹤立鸡群的基金经理呢？首先这位经理一定要聪明和勤奋，这是最基本的。但是每个经理都很聪明勤奋。在这种情况下，基金经理之间的竞争就要看除了勤奋以外的其他因素。



一个好的基金经理团队，应该有以下的资源支持：

（1）优秀的分析团队，高效的后台支持和出色的交易团队。

（2）大量高品质的数据。这些数据可以从诸如彭博社，路透社或者 Wind 资讯等公司获取。如果经理能获得其他人没有的数据，或同一时间比其他人处理更多的数据，或以上两者同时具备，那么该基金经理就能够获得一定的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）优秀的信息科技基础设施，能让经理在每分钟更快，更早的处理信息。

（4）基金经理要想让更多的投资者知道自己的存在和业绩，不可避免的就需要花大力气和成本对自己提供的服务进行宣传。很多人没有意识到的是，基金行业是广告行业的大金主。大家可能已经习以为常的在电视、报纸、杂志和网络上经常看到各种基金的名字和业绩，而事实上越是有名的基金在这方面的开销就越大。

在基金经理这个行业周围，有一个巨大的产业群正在提供上面提到的那些服务来帮助这些经理在这日复一日的竞争中变得更高更快更强，而这些所谓的帮助可能是没有尽头的。

问题是，天下没有免费的午餐，要想获得这些帮助是要付出代价的，你要么需要聘请更好的人才，或者购买更多更好的数据，或者投资更新你的信息系统基础架构，或以上全部，所有这些资源都需要财力的支持才能够获得。

那么谁来支付这些费用呢？钱不可能从天上掉下来，答案是：它必须来自于投资者。基金经理最后是要盈利的，如果基金经理持续亏钱，那他就会面临坐吃山空的危险，正所谓地主家也没有余粮呀。在这种情况下，基金经理很可能会关门大吉。

这也恰恰是基金行业内部的秘密之一。美国的基金行业平均每年大约有 7%～15% 的基金被关闭，同时每年也有差不多相同数量的新基金成立。正所谓铁打的营盘流水的兵，一个基金经理在 2～3 年以后关闭基金再另起炉灶几乎成为了很多经理的职业规律。换句话来说，成功的基金经理靠投资人养着，失败的基金经理则推倒再来，但无论是成功的还是正在搏上位的基金经理，都需要投资者供给资金以养活他们，而基金经理要想获得比同行更好的业绩，就需要投入更多的资源以提升自己的团队，装备和宣传手段。

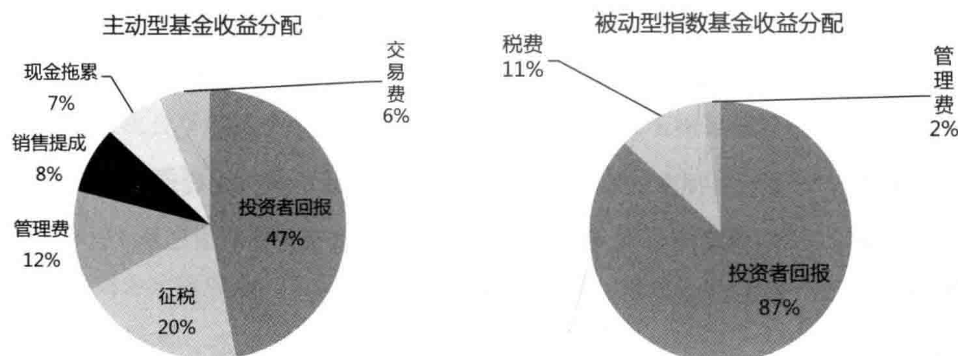
这就是基金经理们的致命弱点：如果所有的经理都配备了上面提到的那些各种资源，无论是更多的数据，更多的分析师，还是更先进的信息技术基础架构，那么他们的作用往往会相互抵消。因此大多数基金经理在扣除其成本之后只能向投资者提供及其平庸的回报，绝大多数主动型基金经理无法战胜市场的原因，恰恰在于他的竞争者们，即其他的主动型基金经理太优秀了，因此整个市场就变得更加有效，因而更加难以战胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.2.2 主动型基金收费太高

主动型基金经理无法战胜市场的另一个重要原因，是他们的收费太高。

美国先锋集团的创始人约翰·博格尔，在其一本书中曾经说过：很多人以为复利可以带来高回报，他们没有意识到的是叠加的费用也会把投资者回报消耗殆尽。



数据来源：Financial Markets Research Center

上面这两张图对比的是主动型股票基金和被动型指数基金之间投资者收益的差别。根据 Financial Markets Research Center 对于美国股市 1984—1998 年（15 年）的历史纪录做的统计，他们得出结论：主动型基金的投资者，到最后只是分到了投资回报的 47% 左右，而被动型指数基金的投资者，分到了投资回报的 87% 左右。

那么为什么主动型基金的投资者分到的投资回报要远远小于被动型指数基金的投资者呢？主要原因是主动型基金经理的收费要高很多。比如上面的图表显示，在主动型基金中，基金经理费用（expense ratio）高达 12%，而被动型基金的相同费用只占 2%，主动型基金的销售提成占 8%，而被动型基金没有销售提成。

大家平时耳熟能详的那些大基金，基本都是主动型基金，而大家耳熟能详的原因之一就是他们在市场宣传上花的力气比被动型基金多很多（比如电视广告，报纸，互联网等），这些开销都不是免费的，最终都需要有人来买单，而购买那些基金的投资人就成了最终的买单者。

耶鲁大学基金会的首席投资官（CIO）David Swensen 对于各种基金做过大量翔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实的研究，并得出结论：在扣除基金经理收取的费用之后，他们战胜市场的可能性几乎为零。Swensen 曾经说过：主动型策略的基金经理，无论是公募还是私募，绝大多数都让投资者大失所望，但即使是这样，绝大部分的投资者还是选择去玩这个必输无疑的游戏。

Swensen 对广大个人投资者的建议是：散户投资者应该掌控自己的金融命运，加强对自己的金融知识教育，从而避免被忽悠，并通过低成本的指数基金去实现多元分散的投资目标。

美国经济学教授 Burton Malkiel 说过：我越来越坚信，公募基金经理过去的历史业绩对于预测其未来的业绩毫无用处，仅有的几个非常稀少的持续有好业绩的基金经理，也很有可能只是运气好而已。

8.3 投资基金前一定要明白的基金公司小秘密

先来问大家两个有趣的问题：

（1）2008 年，美国爆发金融危机，全世界发达国家中哪个国家的股市表现最好？

（2）2012 年，欧洲深陷债务危机，全世界哪个国家的股市表现最好？

在文章的后面我会揭晓上面问题的答案，但是在公布答案之前，先和大家讨论一下：我们为什么要关心这些问题？

你可能会说，原因有很多啊。首先这关系到我们的投资回报，如果在金融危机时我把钱放在美国，那不是做了冤大头？而如果我有先见之明，在中国股市大涨之前就买入一些便宜的股票，那我岂不是可以大赚一票？

其次，去思考这些问题是一件很有趣的工作。我们很多投资者，每天会花很多时间去阅读金融类报纸，学习炒股秘籍，研究艾略特波浪理论等技术分析手段，目的都是为了发现下一个金矿。

问题在于，我们有能力去预测这些问题的答案吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.3.1 预测的困难之处

2008 年全球股市表现最好的国家是日本和美国，“仅仅”下跌了 31% 和 39%，2012 年全球股市回报最好的国家是深陷欧洲债务危机漩涡核心的德国，其股市上涨了 27%。

这可能让很多人都大吃一惊，明明金融危机始于美国，但是其股市表现却比绝大多数的其他发达国家都要好。明明欧洲深陷债务危机，德国股市的表现却引领全球？这到底是怎么回事？事先会有人预测得到这样的情况么？

美国著名作家马克吐温说过：预测是很困难的，特别是涉及未来的时候。

我不想在这里武断的说没有人能够预测到上面这些问题的答案，但至少我们应该意识到：要在这方面做出准确的预测是非常困难的。

Mark Hebner 在他所写的 *Index Funds: The 12-step Program for active investor* 中，专门就投资者对于不同的资产类型的预测能力做过一些研究分析，其中有一些分析方法让我感觉印象深刻，在这里我和大家分享一下。

年份 / 排名	1	2	3	4	5
2000	加拿大 +4%	法国 -5%	澳大利亚 -12%	英国 -14%	美国 -14%
2001	荷兰 +6%	澳大利亚 -1%	美国 -13%	英国 -16%	加拿大 -21%
2002	荷兰 +20%	澳大利亚 -4%	日本 -11%	加拿大 -14%	英国 -18%
2003	瑞典 +61%	德国 +60%	加拿大 +52%	荷兰 +50%	澳大利亚 +45%
2004	瑞典 +34%	荷兰 +30%	澳大利亚 +27%	加拿大 +21%	香港 +21%
2005	加拿大 +27%	日本 +24%	澳大利亚 +13%	法国 +8%	德国 +8%
2006	瑞典 +40%	德国 +33%	法国 +32%	澳大利亚 +27%	香港 +26%
2007	香港 +37%	德国 +33%	加拿大 +28%	澳大利亚 +25%	法国 +11%
2008	日本 -31%	美国 -39%	法国 -45%	加拿大 -47%	德国 -47%
2009	澳大利亚 +69%	瑞典 +60%	香港 +55%	加拿大 +53%	荷兰 +43%
2010	瑞典 +31%	香港 +20%	加拿大 +18%	日本 +13%	美国 +13%

数据来源：彭博社，五福资本

比如上面显示的是 2000 年到 2010 年每一年世界发达国家股市回报最好的五个国家。我们可以看到，每年的排名变化都是非常大的，比如 2000 年的冠军是加拿大，然后 2001/2002 年荷兰股市连续两年称霸全球股市，然后又轮到瑞典股市。看着这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张表，让我们扪心自问：我们有能力持续的选出股市回报更好的国家么？

答案是否定的，事实上没有任何证据表明有人有如此神奇的预测能力。基金公司当然也深愔此道。因此对于一个基金公司来说，如果他们只有一种产品（比如德国股票基金），那么基金公司的收入就要靠天吃饭了。如果运气好（比如德国股市大涨），那么他们会受到投资者的热烈追捧。但是运气女神来的快去得也快。如果运气不好（比如德国股市表现糟糕），基金公司老板只能去喝西北风了。

类似的问题，不仅限于国家的选择。事实上投资者在面临不同的资产类型时也会面临同样的窘境。

年份 / 排名	1	2	3	4	5
2000	房地产 +28%	小规模价值股 +21%	大规模价值股 +10%	债券 +7%	小规模股 +2%
2001	小规模价值股 +18%	小规模股 +13%	房地产 +13%	债券 +6%	大规模价值股 +4%
2002	国际小规模价值股 +6%	房地产 +4%	债券 +4%	国际价值股 -9%	新兴市场股 -9%
2003	国际小规模价值股 +66%	新兴市场股 +60%	小规模价值股 +54%	小规模股 +51%	国际价值股 +50%
2004	国际小规模价值股 +35%	房地产 +32%	新兴市场股 +30%	国际价值股 +29%	小规模价值股 +25%
2005	新兴市场股 +30%	国际小规模价值股 +23%	国际价值股 +15%	房地产 +13%	大规模价值股 +10%
2006	房地产 +35%	国际价值股 +34%	新兴市场股 +29%	国际小规模价值股 +28%	大规模价值股 +20%
2007	新兴市场股 +36%	国际价值股 +10%	大规模股 +5%	债券 +5%	国际小规模价值股 +3%
2008	债券 +4%	小规模价值股 -34%	小规模股 -36%	大规模股 -37%	房地产 -40%
2009	新兴市场股 +72%	国际小规模股 +40%	国际价值股 +39%	小规模股 +36%	房地产 +33%
2010	小规模股 +31%	小规模价值股 +29%	房地产 +24%	新兴市场股 +22%	大规模价值股 +20%

数据来源：彭博社，五福资本

比如上表显示的是2000年到2010年每一年回报最好的5种资产类型，在表中有不同的资产类型和策略风格，比如说：大规模股票，大规模价值，小规模股票，小规模价值，国际股票（美国以外），新兴市场，国际价值等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以看到每一年的回报排名变化很大，比如在2002—2004年间，国际小型规模股票（美国以外）的回报非常高，但是接下来的两年，新兴市场股票又追了上来，到了2008年，轮到债券的回报最好。除非有确凿的证据表明投资者对未来的判断有高度的准确性，否则去玩这样的游戏和赌场里的老虎机基本没什么区别。

一个聪明的投资者，会扪心自问：我是否真的有能力去预测未来的宏观经济变化，选中回报最好的资产类别？

8.3.2 基金公司变成大超市

当然，除了我们广大的投资者，基金公司也面临这个相同的问题。我投入那么多人力和资本，一定有把握抓住下一个受到市场青睐的行业么？有什么证据表明我对行业的判断比市场更准确呢？如果没有这样的水晶球，我应该如何应对这样的问题呢？

解决办法嘛，就是提供很多不同的基金，把所有可能的“风口”都占上，这就好比超市一样：我不求每个基金表现都出色，但是我提供的品种多，总有一款适合投资者。

这让我想起了5岁的儿子，每当带他去大型玩具店时，我都忧心忡忡，因为基本上只要进了这家超大的玩具店，不买个玩具他是不肯出来的。哪种玩具最适合孩子，或者哪个最受孩子的欢迎不是玩具店需要担心的问题。他们只要提供足够多的选择，让孩子挑花了眼就行了：因为不管是冰雪小公主，还是托马斯火车，总有一款会适合你的孩子。

美国耶鲁大学基金会前主席Charles Ellis曾经写过一本畅销书，叫《The Partnership》，讲述的是美国最著名的投资银行——高盛公司的发迹历史。在书中作者提到，管理高盛资产管理部门（GSAM）的合伙人在经历了几年的挫折之后有一个瞬间醍醐灌顶，忽然意识到该部门的主营业务并不是设计出最好的投资策略，而是如何去集聚他们可以管理的资产。换句话说，业绩是不是最好并不是大问题，是否圈得到钱才是更重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以一个著名的基金公司（我们选择隐瞒其名字以避免不必要的纠纷）为例，下面是他们在欧洲的最新产品清单。

欧洲地区策略	基金数量	申购费	管理费
全球策略	5	5.5%	1.25%
股票量化	9	5.5%	1.5%
股票基本面	15	5.5%	1.75%
固定收益	25	5.5%	1%
货币市场	8	0%	0.2%
总共	62		

我们可以看到，这家基金公司仅在欧洲地区就提供了 60 多个基金产品，有全球策略，股票量化，股票基本面，固定收益，货币市场等，而如果我们细细研究他们的产品，就会发现他们往往有一些共同的特点：

（1）他们给投资者提供了一个长长的可供选择的清单。

（2）所有的基金都有非常昂贵的费用结构，包括申购费、高昂的管理费和赎回费。

（3）投资者的收益和付费非常不透明，但对于基金经理的回报则相当可观。

（4）他们有成熟的多渠道营销、品牌推广和分销策略。

投资者很可能会看到他们无处不在，比如电视，报纸，杂志，广告牌和互联网。举例来说，投资者就好像是个大胖子，而基金公司则是糖果公司。基金公司的目的就是提供各式各样让人眼花缭乱的巧克力，甜点和冰激凌。胖子到底应该吃多少是无关紧要的，关键是他要不停地花钱购买我的各种糖果。

这样的例子在中国也不少见（为了避免不必要的纠纷我在这里不想举任何基金的名字），大家只要去这些比较大的基金公司网站上浏览一下，就可以看到它们提供少则几十只，多则上百只不同的基金，有股票型、债券型、混合型、货币型、理财型、海外基金、QDII、大宗商品等，让人感觉眼花缭乱。

8.3.3 策略漂移问题

主动型基金公司所提供的这些让人眼花缭乱的基金，还有一个更致命的问题，

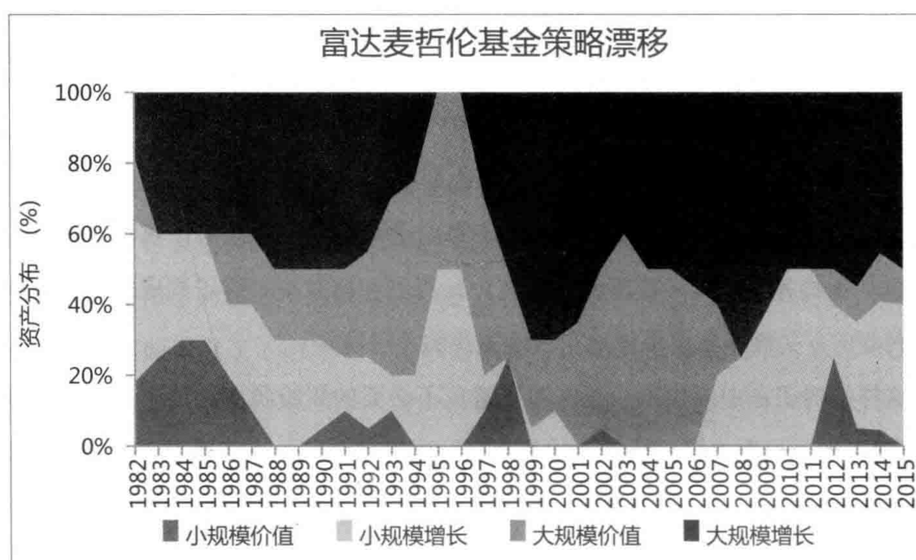
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叫做“策略漂移（Style Drift）”。关于这个“策略漂移”的问题，很多普通投资者不容易理解，在这里稍微花点时间解释一下。

在上面的文章中提到过，基金公司在圈钱时，使用的一个非常重要的手段是提供各种不同的策略，比如大规模基金，价值型基金，增长型基金等。这样的方法有两个好处：首先是东方不亮西方亮，总有那么几款基金在过去的1～2年内表现出色，赢得投资者的好感。其次是投资者挑花了眼没关系，只要把钱交给基金公司，他们选哪个基金都无所谓。

投资者要赚钱，首先要选对策略。通过上面的讨论我希望读者朋友们可以理解，选对策略这件事本身就是非常困难的，和买彩票差不多。

但问题在于，即使投资者选对了策略，他也未必能得到自己心仪的投资策略，所谓的策略漂移，描述的就是主动型基金挂羊头卖狗肉，给予投资者偏离其投资宗旨的策略的这样一种现象。



数据来源：Hebner,M,《Index Funds: The 12 step Recovery Program for Active Investor》，晨星

给大家举一个例子，上图显示的是美国富达国际（Fidelity）旗下的一支叫做麦哲伦（Magellan）的基金从1982年到2015年的投资策略资产分布历史。麦哲伦基金是世界上最负盛名的基金之一，曾经由传奇的基金经理彼得·林奇管理，林奇在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1990年退休，其后该基金管理的资金数量不断上涨，最高时达到1,000亿美元左右，比很多国家一年的GDP还高。

富达麦哲伦基金的策略是大规模增长型基金，也就是说，该基金主要选的是增长型的大规模股票，换句话说，这不是一支价值型基金，也不是一支小规模股票基金。

但如果回顾该基金的策略历史，我们就会发现该基金的投资策略和风格经常变化，让人难以捉摸。比如在1994—1997年间，该基金几乎所有的仓位都集中在大规模价值型股票和小规模增长型股票中，而其宣传的大规模增长型股股票的持仓仓位甚至被降到了零，投资者以为自己买的是大型增长股基金，事实上根本不是这么回事。

即使投资者对宏观形势判断正确，得出大规模增长型股票会有更好回报的结论，他们也未必能赚钱，因为他们购买的主动型基金根本没有照其宣传的策略去购买大规模增长型股票。类似的情况在2008—2015年再度发生：这次麦哲伦基金大约有一半的仓位购买了小规模增长和小规模价值型股票，和其宣传的大型增长选股策略再次南辕北辙。

那么到底是什么原因让这支久负盛名的基金出现如此多的策略偏差呢？主要原因就在于基金经理都是有业绩压力的，而他们最重要的工作就在于圈钱，所以当他们本来的策略表现不好时，基金经理会面临投资者赎回的风险。在这个时候，为了留住投资者或者吸引更多的投资者，基金经理很容易受到“流行投资文化”的影响，跟着市场上的价格变动，哪个涨就买哪个，而完全罔顾本来设定下来的投资策略。

还有一个原因是基金公司里的基金经理变动比较频繁，所谓铁打的营盘流水的兵，能够在一家基金公司里潜心呆上五年以上的基金经理不多，更别说那些十年以上的“老兵”了，这也是国内基金行业面临的一个很大的问题。

年　　份	基金经理
1963-1971/12	Edward Johnson, III
1972/1-1977/5	Richard Habermann
1977/5-1990/5	Peter Lynch

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年　份	基金经理
1990/5-1992/7	Morris J.Smith
1992/7-1996/6	Jeffrey N.Vinik
1996/6-2005/10	Robert E.Stansky
2005/10-2011/9	Harry W.Lange
2011/9 至今	Jeffrey S.Feingold

数据来源：彭博社，富达麦哲伦

比如上图显示的是富达麦哲伦基金历史上的基金经理，我们可以看到有些经理待的时间比较长（比如彼得·林奇做了 13 年左右），而有些经理则非常短命（比如 Morris Smith 就两年，Jeffrey Vinik 就四年）。每个基金经理的特长和个人偏好都不同，在频繁地更换基金经理之后，基金出现策略漂移就显得不那么让人费解了。

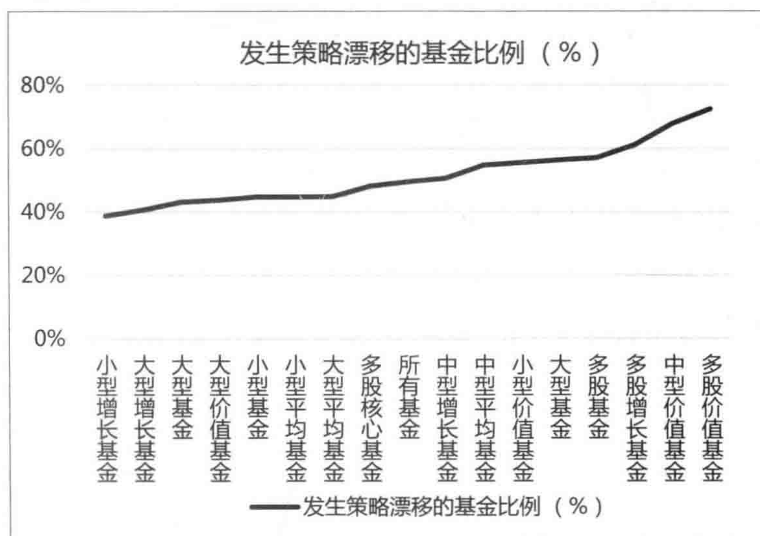


数据来源：华尔街日报，晨星

主动型基金的策略漂移问题，也不仅限于股票基金，比如上图显示的是晨星公司对美国的债券基金做的调查研究。上图显示从 2012 年到 2014 年间，美国每年都有 200～300 家债券基金的投资组合中含有股票。在 2014 年，大约有 352 家债券基金在其投资组合中含有股票，其中有一家叫做 Forward Income Builder 的债券基金，其资产组合中的股票竟然高达 49%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资者来说，这不啻为一个定时炸弹：投资者以为自己买了个债券基金，很安心地为自己的晚年退休做打算，但是投资者不知道的是，债券基金的一大半投资都在股票市场里。万一碰到一个类似2008年的金融风暴，投资者的退休储蓄可能就会损失一大半，出现这种令人不可思议的疯狂现象，就是因为主动型基金经理为了提高基金收益来帮助自己圈钱而不择手段，承担了其不应该承担的风险。



数据来源：晨星

纵观整个主动型基金行业，策略漂移的问题令人担忧，上图统计了2013年美国各种不同风格的基金投资策略的一致性。在所有的被统计的3,033个公募基金中，大约有一半基金存在“挂羊头卖狗肉”的策略漂移问题。在有些风格类型里，比如中型价值基金中，其偏离一开始宣称的投资策略的基金数量更是高达2/3左右。

我希望通过以上例子提醒广大投资者，在投资购买一个基金之前，对自己做两道自我检查。首先扪心自问：我有没有判断宏观策略的能力？有什么证据表明我有预测未来，知道在接下来的几年哪个国家，或者哪个行业的股票表现更好的能力？如果没有证据显示我有这些能力，我是否和很多人一样，堕入了过度自信的陷阱？

其次投资者应该了解一下该基金的宣传材料，他们宣称的投资风格和策略是什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么？历史上的基金经理轮换是否频繁？目前经理的投资策略和风格是什么，是否一致？有没有发生过上面提到的策略漂移问题？这些问题的答案需要基金公司自己提供，因为只有他们自己最清楚。如果没有这些信息披露，那么投资者在做出自己的选择之前就应该货比三家，三思而后行。

8.4 用统计学方法分析基金经理的技能

如何识别一个基金经理是真的有水平还是只是运气好，这是一个很重要的问题。举例来说，截止 2014 年底，美国有大约 9,260 个公募基金，中国也有数以千计的公募和私募基金，而且每个基金的经理都自称为最好的经理。那么我们如何才能将凤凰和野鸡做出区别呢？

解决这个问题有很多种方法，很多投资者会依赖“历史经验”来帮助他们做出判断，他们会关注基金经理的背景，如学历，工作经验，投资经历或是公司历史和名声。不幸的是，大量的证据显示这类“历史经验”在选择优秀的基金经理时并不很有用。因此，大部分的投资人在选择基金经理时基本处于一个盲人摸象的状态。

8.4.1 确认基金经理水平需要的统计数据

那么我们如何用更科学的方式解决这个问题呢？首先，让我们先来问自己一个问题：如果一个基金经理的信息比率（Information Ratio，IR）是 0.5，我们需要观察多少年的投资数据来证实他是真正有水平的基金经理？

如果你不熟悉这些专业词汇，请让我在这里先来解释下。一个基金经理的信息比率，衡量的是该基金经理投资水平的高低。信息比率由下述公式计算得出：

$$IR = \frac{\alpha}{\sigma}$$

信息比率中的分子，α 是指基金经理的超额收益（也就是基金经理高于某一个基准，例如上证 180 指数之上的收益），分母中的 σ（也叫做超额误差）是指 α 的标准差。

一个好的基金经理，超额收益应该大于零。让我们假设一个基金经理的年平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超额回报率为 2%，波动率为 4%，可得出信息比率 IR 为 0.5，这个基金经理算是一个极佳的经理。各类研究表明，信息比率为 0.3 的基金经理排名就可以达到该国所有基金经理的前 10% 或前 25%，因不同国家和时期的样本不同而有所差异，更别说信息比率达到 0.5 的基金经理了。但为方便讨论问题，我们先假设这个基金经理取得了 0.5 的信息比率。

$$t_{statistic} \cong IR \cdot \sqrt{N}$$

下一步是计算观察样本的数量。上过大学统计学课程的朋友们应该对上述公式不会陌生。为达到 95% 的置信水平，需要 T 检验的相应界值为 1.96。因此，依据 0.5 的信息比率，需要的观察样本数量（N）大约是 16。换句话说，我们需要该基金经理过去 16 年的投资数据才有 95% 的信心确认该经理真正有投资水平而不只是运气好而已。

对于信息比率为 0.3 的基金经理，依据相同的计算方法，我们需要该基金经理过去 43 年的投资数据才有 95% 的信心确认该经理的投资回报来自于其技能而非运气。

为什么选择优秀的基金经理如此困难？实在是因为极少有投资人能观察到基金经理过去 16 年甚至更长的真实投资回报，更不用说这只能给予投资者 95% 的把握，还有 5% 的可能是这个经理极其幸运所以达到了超额的回报，可以毫不夸张地说，选择基金经理是否成功，有很大一部分取决于投资者的运气。

在现实生活中，很少有投资者可以有幸投到有超过 16 年历史业绩的基金经理，这其中有几个原因：首先如果你有这个要求的话，世界上绝大多数的基金经理都被排除在外了。

比如说，大家耳熟能详的彼得 · 林奇（Peter Lynch），从 1978 年开始掌管富达麦哲伦基金（Fidelity Magellan），到 1990 年退休，总共才 13 年。经常在电视上出没的吉姆 · 罗杰斯（Jim Rogers），其能够被证实的投资业绩也就十年左右。

其次，即使真的有这样的基金经理，有非常长的业绩，等到你确定他确实有投资水平时，可能已经太晚了。对方要么已经退休，或者要么已经过了其回报产出的黄金期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这方面做得最让人钦佩的，就是巴菲特先生。他也是我喜欢的为数不多的基金经理之一，堪称业界良心。巴菲特从事的事业很特别，用一个纺织厂的壳，完成了类似于一个私募股权基金的壮举。如果投资者一定要投资一个对冲基金，那么你可以考虑购买哈撒韦（Berkshire Hathaway）公司的股票，因为这就相当于把你的钱给巴菲特让他帮你管理。巴菲特每年领取的薪水只有十万美元，没有业绩分成，他创造的大部分价值都在公司股票里，因此做巴菲特的股东要比做其他几乎所有的基金经理的投资者强很多。

从 2005 年 1 月算起，到 2015 年 12 月 31 号的十年间，巴菲特的哈撒韦股价上涨 123% 左右，而同期的标准普尔 500 指数上涨 63% 左右，哈撒韦股东每年大约能够跑赢标准普尔 500 指数 6% 左右。

8.4.2 股神的故事

下面让我再举其他几个基金经理的例子，我要举得第一个基金经理的名字叫做：比尔·米勒（Bill Miller）。

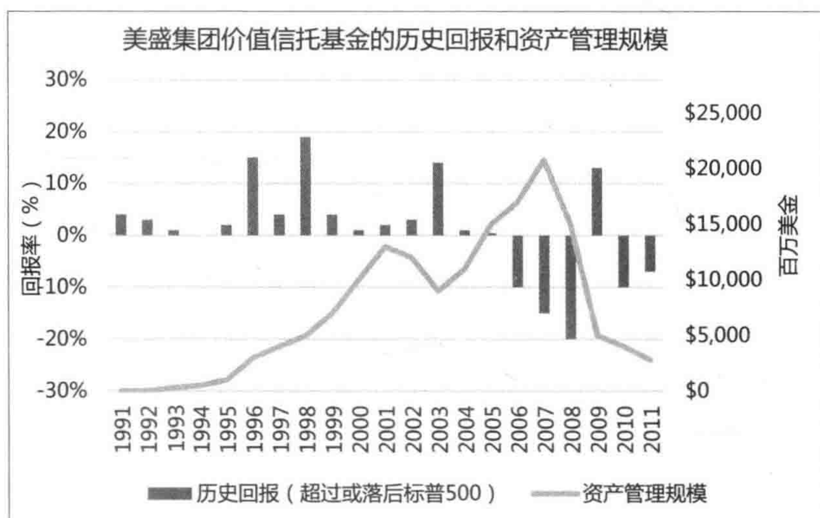
在全世界所有的有公开交易记录的基金经理中，比尔·米勒的业绩非常出色。米勒管理的美盛价值信托基金（Legg Mason Value Trust）曾经在 1991 年到 2005 年连续 14 年战胜标准普尔 500 指数，创造了一个“投资神话”。在目前的中国，我还没有找到一个有公开交易记录的基金经理，能够连续 14 年战胜其市场基准（比如上证综指）。因此从这个意义上来说，比尔·米勒要比绝大部分的中国基金经理更强。

但就是这样一位“现象级”的基金经理，也有不得不向市场低头的时候。根据 2016 年 8 月华尔街日报的报道[①]，比尔·米勒将和他曾经工作了 30 多年的美盛集团（Legg Mason）分道扬镳。比尔·米勒会继续管理他之前还在管理的两个基金：Legg Mason Opportunity Trust 和 Miller Income Opportunity Trust，但是这两只基金管理的资金规模已经大不如从前，而且从此以后美盛集团将和这两个基金没有任何关系。对于很多投资者来说，要想象一个没有比尔·米勒的美盛集团，就像没有迈克尔·乔丹的芝加哥公牛队，确实让人感觉唏嘘。

① 数据来源：http://www.wsj.com/articles/bill-miller-buys-out-legg-masons-interest-in-his-funds-1470921413

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔 · 米勒管理的第一个基金，美盛价值信托，值得我们稍微花点时间仔细地分析一下。



数据来源：华尔街日报

上面这张图专门显示了美盛信托价值基金相对于标准普尔 500 指数的历史超额回报。上图中的柱子如果在横轴上面，就表明该基金的超额回报为正（战胜市场），如果柱子在横轴下面，就表明该基金的超额回报为负（无法战胜市场）。

我们可以看到，从 2006 年开始，该信托价值基金回报连续输过标准普尔 500 指数，在 2008 年遭到重创。2008 年受金融危机影响，标准普尔指数下跌了 37%，而比尔·米勒的信托价值基金下跌了 55%。也就是说光那一年，他的投资者们就损失了超过一半的投资。

投资者们最受打击的地方在于，当他们对比尔 · 米勒最信任的时候（也就是该基金管理的资金规模最大的时候），恰恰遇到了他管理的基金业绩最差的时候。

美盛信托基金的资产在 2006/2007 年左右达到巅峰值 200 亿美元（上图资产管理规模由线最高处），而该基金在 2006 年以后的业绩则不尽如人意，比如该基金在 2006 年到 2011 年的平均超额收益和基准标准普尔 500 指数相较，大约为每年负 7.1%，信息比率 IR 为负数。这也是为什么比尔米勒不得不在 2012 年离开基金的原因。

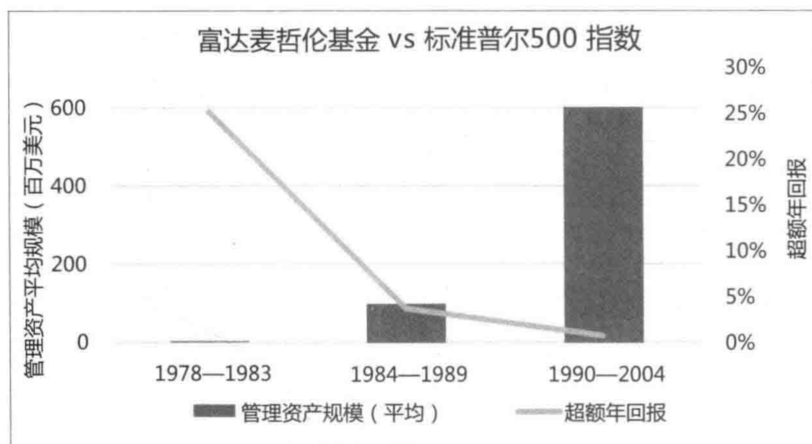
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纵观美盛信托基金的历史业绩和管理的资金规模，我们不难发现：在该基金业绩最好的时候（1991—1999 年），广大投资者并没有得到什么好处。因为那时候比尔·米勒的名气还不够响亮，因此把钱交给他管理的投资者不多。从上图的资产管理规模曲线我们可以看到，在 1999 年之前，美盛信托基金管理的资产管理规模在五亿美元之下。

后来比尔·米勒先生声名鹊起，到了 2006 年管理的资产管理规模上升到 200 亿美元，但是对于那些绝大部分在 2003/2004 年之后购入该基金的投资者来说，他们买到的是一支非常平庸的基金，也就是说美盛信托基金中的绝大部分投资者，他们得到的是一笔非常糟糕的交易。

这可能就是很多投资者没有意识到的一个大问题：即使这个世界上有非常出色的主动型基金经理，也不代表投资者们可以轻而易举地从他们身上赚钱。如果想要从出色的基金经理身上赚钱，投资者需要首先从千千万万个经理中挑选出货真价实的有水平的经理，其次投资者需要在对的时间把钱交给那位基金经理。因为就如上面的例子所示，即使是像比尔·米勒那样的明星基金经理，如果投资者不幸在“错误”的时间去找他投资，那么到最后投资结果也是非常可悲的。

在这个道理上，比尔·米勒绝不是仅有的特例。在这里我和大家再分享另外一个例子。



数据来源：Bogle,J: Common sense on mutual funds

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上述图中是富达麦哲伦基金（Fidelity Magellen）的历史回报。柱状（左轴）代表该基金管理的资金规模，曲线（右轴）代表该基金每年超过或者落后基准（标准普尔 500 指数）的回报，横轴是年份。

麦哲伦基金是世界基金产业的巨人之一，曾经由彼得·林奇（Peter Lynch）掌管。林奇先生从 1978 开始管理该基金，直至 1990 年退休。在这 13 年中，林奇先生以平均每年 13.3% 超过基准（标准普尔 500 指数）的收益，成为投资界的另一个神话。

彼得 · 林奇从 1978 年开始管理麦哲伦基金，该基金在一开始的 1978 年到 1983 年，每年超过了股票市场基准标准普尔 500 指数大约 25.3%，这个业绩是非常罕见的，也因此为林奇渐渐赢得声誉。但是事实上大部分投资人都没有享受到如此优秀业绩带来的好处。因为在 70 年代末的时候，很多人都没有听说过林奇，因此他管理的基金规模相对也比较小，不到 1 亿美元。

在接下来的 6 年中，即 1984 年到 1989 年，林奇的麦哲伦基金继续跑赢大盘，但已经远非之前的每年 26%，而是每年 3.7% 左右。当然如果可以坚持多年每年跑赢大盘 3.7%，也是非常了不起的业绩，很少有基金经理可以做到这一点。同时，林奇管理的基金规模上涨到 100 亿美元左右。

1990 年，彼得 · 林奇先生功成身退，有点讽刺的是，麦哲伦基金的规模在这之后开始井喷，一度上涨到巅峰时期的 1,000 亿美元。1,000 亿美元什么概念？大约是一个小国家，如摩洛哥或者厄瓜多尔一年的 GDP。富达基金也因此赚翻了天，仅管理费每年就有 7 亿多美元的进账。

但是如果我们观察该基金在同期的业绩，就会发现其回报和 S&P500 指数几乎没有区别，基本上就好像一个 S&P500 指数基金，投资者期望的每年超过大盘 26%，或者 4% 的回报完全成为了水中月，仅是一个美好的愿望而已。很多投资者可能会记得大多数基金的宣传材料上都会说：过去的业绩不代表未来的回报。从这点上来说，这句话还真是说对了。

这个例子告诉我们什么道理？在世界上最成功的投资案例中，其最大的赢家是基金经理，而不是投资者。正如我们上面的图表中看到，绝大多数投资者只是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1984 年之后才购入麦哲伦基金，而在那之后的基金回报相当平庸。我们可以推测，该基金的大多数投资者可能会对他们的回报感到失望。因为他们一开始购入该基金的期望可能是早先 26% 的超额收益，这可能也是该基金销售人员在向投资者推销时拿出的杀手锏，但现实和期望的差距实在是太远了。

纵观富达麦哲伦基金的历史业绩和管理的资金规模，我们发现了一个类似于美盛价值信托基金投资者面临的窘境：在该基金业绩最好的时候（1978—1984 年），广大投资者并没有得到什么好处，而该基金绝大部分的投资者（1995 年之后），购买到的是一支非常平庸的基金，回报和标准普尔 500 指数没什么差别。

让我们把时间轴转回到 1978 年，当时美国大约有 300 多个基金经理供投资者们选择，彼得·林奇只是其中的一个经理，那些有幸买到彼得·林奇的麦哲伦基金的投资者，确实得到了不错的回报，但是还有其他更多的没有买到该基金的投资者，他们的回报就要差很多。事实上，从 1978 年算起，能够存活超过 30 年的美国基金不超过 20 个，要想在恰当的时间选中一个好的基金经理的难度可想而知。

美国经济学家，诺贝尔奖得主 Eugene Fama 说过：即使有二十年的真实业绩，其中也有非常多的偶然巧合因素，使我们很难区分基金经理的业绩到底是由于其技能高超，还是仅仅只是运气好而已。

今天的投资者，不管在中国也好，美国也好，都要面临成千上万的基金经理，我们选中下一个彼得·林奇或者比尔·米勒的概率有多高？理性的投资者不妨冷静下来思考一下。即使我们买了像比尔·米勒那样的有公开可靠记录的股神管理的基金，也无法给我们带来好的回报，更何况那些没有如此可靠的交易记录的基金经理？

作为一个证据主义者，我鼓励大家用证据主义来武装自己，帮助自己做出更理性的投资决策。如果有充分的证据表明基金经理在扣除费用之后还能持续的战胜市场，或者有证据表明我们投资者有能力从数以千计的基金经理中选出那个真正有能力的天才，那么投资者去买一些主动型投资基金也无妨。但是如果没有可靠的证据来支持上面的观点或者印象，那么更理性的策略则是购买低成本的指数基金并且长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.5 聪明的投资者不选主动型基金

全世界的基金行业有多大？在这里请允许我先分享一些数据，让大家对这个行业有一些初步的了解。

（1）截至 2014 年，全世界大约有 80,000 个公募基金，管理的资金规模达到 31 万亿美元左右；

（2）截至 2014 年，美国大约有 9,000 个公募基金（Mutual Fund）①；

（3）截至 2015 年 6 月，中国共有公募基金管理公司 97 家，管理的公募基金达到 2,379 支，管理的公募基金资产共计 7.11 万亿人民币；

（4）截至 2015 年，全世界总共有超过 10,000 个对冲基金。平均来说，每年大约有 10% 的对冲基金会被关闭，另外有 10% 的新的对冲基金会被成立。

所以，挑选基金并企图从中赚钱，是名副其实的大海捞针，并不是说没有好的基金或者出色的基金经理，只是由于如此规模庞大的行业特性，决定了投资者在这个游戏中胜出的概率是非常小的。

从全球范围来看，主动型投资行业就好比王小二过年，一年不如一年。主动型基金经理面临着日益增加的生存压力，从 2006 年以来，美国投资者们投入被动型指数基金的资金量每年都有所增长，而同期投入主动型基金的资金量每年都在减少。

那么为什么越来越多的投资者抛弃主动型基金，转而投资被动型指数基金呢？先让我们来看一些有趣的数据。

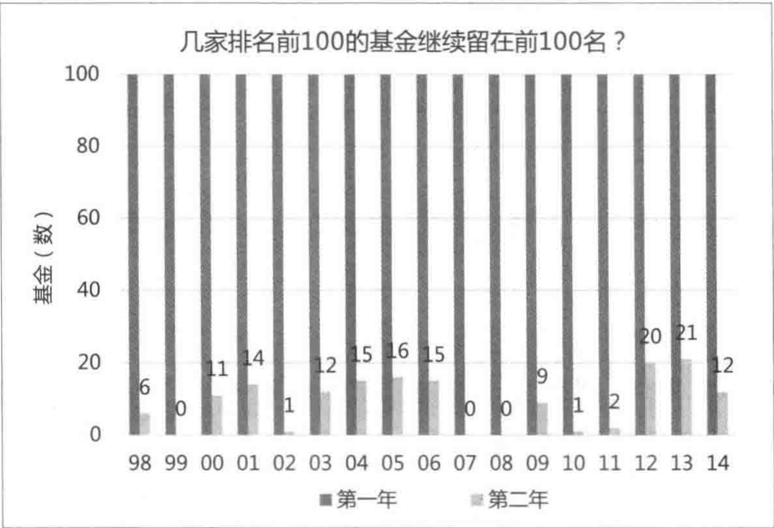
8.5.1 根据排名选基金靠谱吗

每个国家都有很多数据对基金进行排名，因此很多投资者会有下面的疑问：根据基金排名来购买基金，靠谱吗？

---

① 数据来源：http://www.statista.com/topics/1441/mutual-funds/
数据来源：http://fund.eastmoney.com/news/1593,20150715527385519.html
数据来源：http://www.reuters.com/article/us-hedgefunds-launches-idUSKBN0OZ1KF20150619

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：Swensen, Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment (New York: The Free Press, 2000).

上图显示的是美国 1998 年—2014 年在全美基金排名中位列前 100 位的那些基金在下一年的排名情况。我们可以看到，这个榜单的流动性非常高，比如 1998 年，那 100 家排名前 100 的基金，到了 1999 年，只有 6 家（6%）继续留在前 100 名。而有些年份，比如 2008 年，排名前 100 的基金，到了 2009 年，没有一家还在前 100 里面。真是铁打的营盘流水的兵，只见后人笑不见前人哭啊。

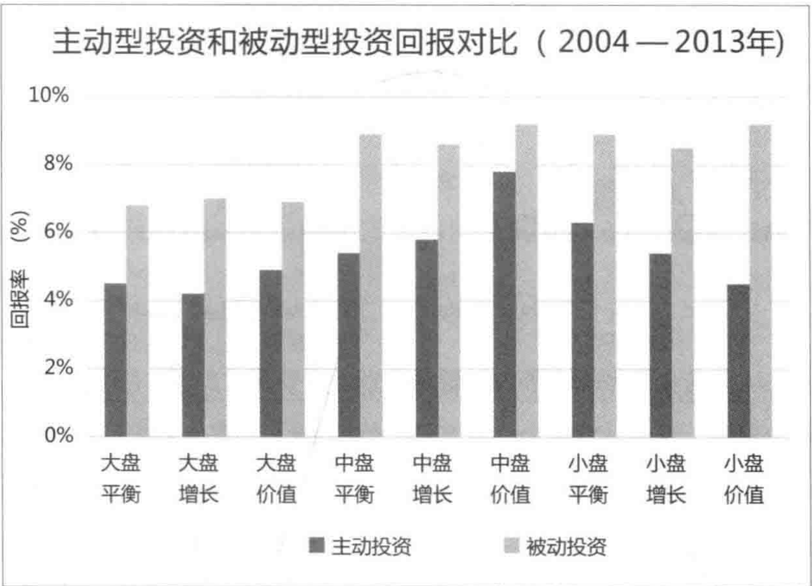
年度排名 / 基金名字	2009	2010	2011	2012	2013
Oceanstone Fund	1	221	2579	392	2597
Profunds Ultra Latn America Inv	2	3028	6416	5315	6855
Direxion Monthly Latin America 2X Inv	3	1376	6425	6145	6854
JPMorgan Russia A (2009-2012)	4	151	6410	600	关闭
Direxion Mthly NASDAQ - 100 Bull 2X Inv	5	113	1748	52	8
Encompass	6	2	6393	6707	6854
Profunds UltraEmerging Markets Inv	7	2705	6421	4022	6814
Direxion Mthly Emerging Mkts Bull 2X	8	990	6428	85	6795
Oberweiss China Opportunities	9	1676	6419	140	32
Dreyfus Emerging Asia A	10	2790	6429	354	6611

数据来源：Hebner,M,《Index Funds: The 12 step Recovery Program for Active Investor》，晨星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上表中列的是美国 2009 年表现最好的十大基金（第一列），我们可以看到这些基金的表现到了后面几年完全不可预测，比如到了一年之后的 2010 年，他们有些排在百名左右，有些排在几千名。到了两年之后的 2011 年，其排名更加离谱，好几个都垫底。从中你就可以理解，如果顺着基金排名去购买基金，投资者得到好的回报的概率几乎为零。

基金业绩如此高的变动率也解释了为什么投资者按照基金过去的业绩去选购基金是无法为自己带来好的投资回报的原因。



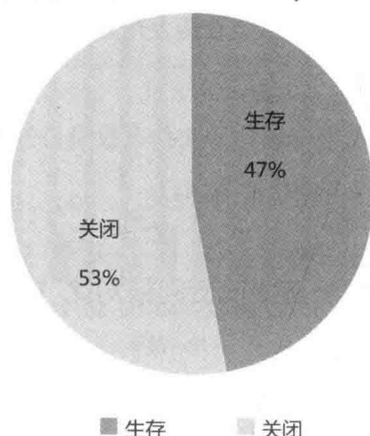
数据来源：先锋集团

美国先锋集团做的一份研究[1]中，作者假设投资者遵循一个跟买业绩最佳的基金的策略，每年将自己的基金换成过去三年业绩最好的几个基金，结果发现这样的策略在为期十年的观察期里，其回报还不如一个被动型的傻瓜投资策略。这样的回报差距在各种不同类型的基金中，比如大盘股 / 小盘股基金，或者价值型 / 增长型基金都显著存在。

① Brian R. Wimmer, Quantifying the impact of chasing fund performance, Vanguard Research, April 2014

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.5.2 幸存者偏差问题



数据来源：John C. Bogle, “The Arithmetic of ‘All-In’ Investment Expenses”. Financial Analysts Journal, January/February 2014, pp 13-21.
Michael Rawson, “Survivorship Bias,” Seeking Alpha, April 11, 2014

购买主动型基金的另外一个大问题是投资者需要面对“幸存者偏差（Survivorship Bias）”这个问题。基金行业一个比较普遍的规律是，很多基金就好像秋后的蚂蚱——活不长，比如上图显示的是美国公募基金截至 2014 年 3 月 31 日的生存状况。我们可以看到在 2005—2014 年的 10 年里，大约有一半基金被关闭。这些基金的投资者们，即使本着长期投资的原则去购买基金，也有 50% 的概率买到一个在十年内会被关闭的基金。

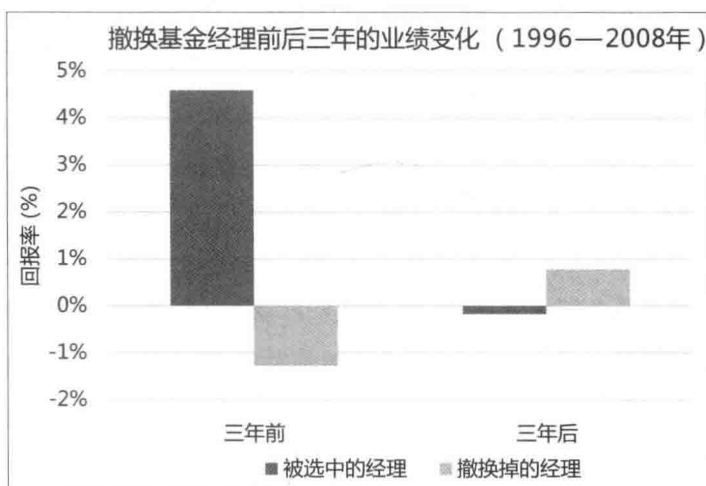
很多朋友说，你上面提到的是散户购买基金的情况，他们购买基金业绩不佳，完全是因为其知识欠缺，但是如果是专业投资者（比如机构），那么他们就不会去犯那些散户的错了。

事实是这样么？*Index Funds: The 12-step Program for active invesotrs* 的作者 Hebner 在其书中提到了几篇研究报告，对于专业投资者是否有挑选基金经理的能力这个问题有着比较独到且深刻的分析，在这里我和大家分享一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.5.3 专业机构会选经理吗

美国有两位学者 Amit Goyal 和 Sunil Wahal 就这个问题写了一篇研究论文。在这篇研究中作者收集了从 1994 年到 2003 年（10 年）3,417 个养老基金做出了 8,755 选择基金的决定的样本，涉及的资金管理量达到 6,000 多亿美元。他们的结论是：美国的养老基金在选择基金经理上完全没有为退休人士带来任何价值。

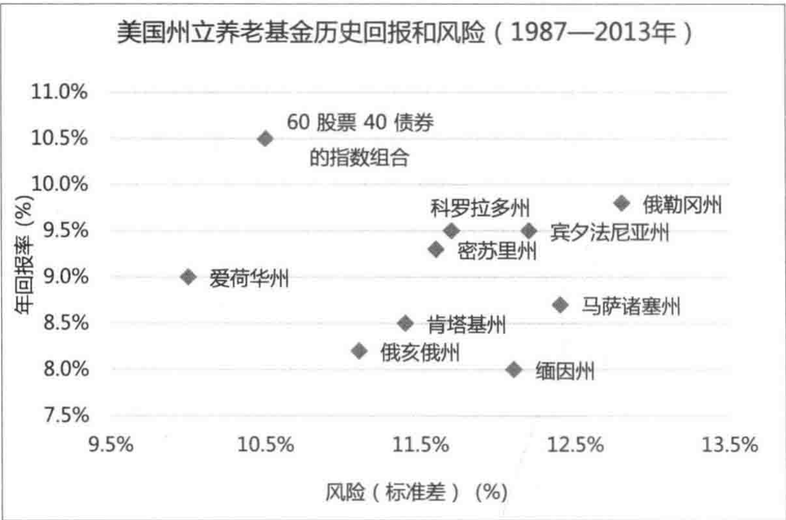


数据来源：Goyal A and Wahal S: The selection and termination of investment management firms by plan sponsors, The Journal of Finance, V63, No.4, 2008

比如在该研究中作者对比了一些养老基金在决定选择一个基金经理，或者撤换一个基金经理前后三年的业绩变化。从上图中我们可以看到，那些被养老基金们撤换掉的基金（上图浅色部分），在撤换前三年的平均业绩是 -1.28%，而在撤换后三年的平均业绩是 0.78%。那些被选中的基金（上图深色部分），其在被选中之前的平均业绩为 4.59%，而在养老基金选择将资金交给该基金经理管理后的平均业绩为 -0.17%。

上述研究表明，养老基金撤换掉的基金经理，在被撤换后业绩反而更好，而被养老基金选中的基金经理，在被选中后业绩更差。更要命的是，被撤换掉的基金经理的业绩要比被选中的基金经理的业绩更好。换句话说，这些专业投资机构在选择基金方面为其代表的投资者做出的贡献是负的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：Hebner,M, *Index Funds: The 12 step Recovery Program for Active Investor*， USA State pension data

事实上，养老基金在选择基金经理方面的低效率是普遍情况。比如上图显示的是美国各州的养老基金过去 27 年的历史业绩和风险（标准差）。我们可以看到，任何一个州的风险调整后收益，都不及一个简单的 60% 股票指数 /40% 债券指数组合。这种情况不仅限于一两个州，而是一个非常普遍的问题。

这个世界确实有非常聪明的基金经理，但是投资者要想从众多基金经理中筛选出真正有实力的基金经理，并且以合理的价格租借其投资能力，那是一件非常困难的事情。聪明的投资者，会在分析自己的长处和劣势之后，选择最适合自己的投资策略。

8.6 分级基金

在股票市场欣欣向荣往上涨的时候，各种不同类型的基金也都破土而出，其中有一类叫做分级基金，受到很多散户的追求。这一小节就专门来讨论一下分级基金。

要理解分级基金，就要从最基本的经济关系讲起，这个基本的关系就是借贷关系。分级基金一般有 A 和 B 两级，我们可以把 A 级理解成为黄世仁，即把钱借给投资者的财主，而 B 级则是农民长工，即向地主借钱的农民。一般农民和地主之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

契约是这样的：B 级农民每年以一定的利率向 A 级地主借钱（比如基准利率 +3%），然后去股市中博一下。如果赚到了，B 级先把利息还给 A 级，多余的自己收。但是如果亏了，B 级还是要以约定的利率将本利归还给 A 级，自己则全部承担损失。也就是说，对于 A 级地主而言，旱涝保收，不管市场走向如何，他收的利息是得到保障的。

这种现代金融体系中的地主和长工的关系之所以受到很多散户的追捧，和股市的走向是有关系的。在股市上涨比较大的时候，这样的分级基金最受欢迎。

这里我们可以做一个比较简单的计算。假设 A 级利率每年 6%，A 和 B 各出资 50 元，基金一共 100 元。

第一种情况：假设股市上涨 50%，也就是一年以后，100 元变成了 150 元。对于 A 级来说，50 元固定收益 6%，即 3 元，那么一年以后 A 的市值变为 53 元。对于 B 级来说，其市值变为 97 元。那么按照其本金 50 元来算，一年的收益为 94%，恰好是股市收益（50%）× 杠杆率（2）－融资成本（6%）。

但是股市不是提款机，一年涨 50% 可能几十年也就碰到一回，作为一个聪明的投资者你也得考虑其他情况。这里再看看第二种情况，比如股市上涨 6%。在这种情况下，经过上面类似的计算你就可以得出，A 级和 B 级的收益是一样的，即都是 6%。也就是说，在这种情况下，购买 B 级的投资者并没有获得任何额外的好处，因为即使不使用杠杆，他去购买没有分级的股票，一样可以获得 6% 的收益。

可是股市除了小涨，也有可能下跌。在第三种情况中，我们假设股市下跌 10%，那么这种情况下 A 级的收益还是 +6%，而 B 级的收益则变成了亏损 26%。也就是说，在一个下跌的市场中，B 级长工的损失是杠杆率（×2）+ 融资成本（6%）。

情况	股市回报	B 级成本	B 级年终净值	B 级收益
1	60%	50	97	94%
2	6%	50	53	6%
3	-10%	50	37	-26%
4	-47%	50	--	-100%

不同情况的汇总可以见上表。聪明的读者可能很快就会发现，这种游戏在市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

急速下跌的情况下会玩不下去。根据上面的公式就可以算出，如果市场下跌 47%，那么 B 级长工的损失会达到 100%，也就是说在市场下跌 47% 的情况下，B 级长工就玩完了，他不光连利息都还不出，连翻本的机会都没了。

这就是为什么一般在分级基金中，都有一个不定期折算条件，比如在一个 50:50 的分级基金中，很多 B 级会在净值小于 0.25 时进行不定期折算。这个时候 B 级长工的损失大约在 75% 左右，相对应于股市下跌 35% 左右。在这个时候，A 级黄世仁会看到 B 级长工亏的差不多了，就会收回贷款，保住自己的本金和利息，并且取消杠杆。在这个时候，对于 B 级长工来说，他已经借不到钱了，只能靠自己去翻本。

普通股民在购买分级基金 B 级以前需要三思而后行，在充分理解其原理前最好不要乱买。

分级基金 B 给股民赚钱的机会只有一种情况，即大盘大涨。根据上面简单的分析你可以看到，在各种情况中，只有当股市大涨时 B 级投资者才可能赚到，而股市小涨，或者下跌的情况下，B 级长工都没有什么好处，所以分级基金博的就是对市场的波段预测。从这方面来看，分级基金都是短期投机性的。什么时候市场开始下跌了，那也是分级基金 B 寿终正寝的时候。

股市的特点就在于短期内有波动性，长期则有周期性。即使在一个很长很大的牛市里，短期的波动也很正常。

时　段	股市回报	B 级成本	B 级年终净值	B 级收益	事　件
1	-35%	50	12	-76%	被折算
2	+50%	被折算退出股市		0%	
全年	+15%				

如上表所示，假设在一个牛市中，股市先下跌 35%，再上涨 50%，全年共上涨 15%。从这一年的表现来看，当年应当属于一个牛市年。

然后我们假设投资者一开始购买了一个分级基金，在市场下跌 35% 的时候被折算，这时候他的损失大约是 76%（因为要加上杠杆），然后市场开始反弹，这时候投资者有两种选择：要么认输离场（在这种情况下他的损失为 76%），要么通过购买一个指数基金再度进入股市（在这种情况下假设他赚了 50%，因为股市反弹了 50%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是算上之前亏的 76%，该投资者还是净亏 26%。

时　段	股市回报	B 级成本	B 级年终净值	B 级收益	事　件
1	-35%	50	12	-76%	被折算
2	+50%	购买市场指数		+50%	
全年	+15%			-26%	

也就是说，在上面任何一种情况下，该投资者都是亏钱的。即使在一个上涨了 15% 的牛市，这位分级基金 B 的投资者也还是亏损，这就是很多股民没有意识到的分级基金的投资风险。

广大的投资者，在充分理解分级基金的风险和原理之前，应该谨慎行事，不应该用自己的储蓄去随意买入几个分级基金，这样的投资方法既是对自己不负责任，也是非常危险的。

8.7　如何聪明地选择智能投顾

随着广大投资者对投资理解的不断加深，智能投顾也深入到了大众生活，那么什么是智能投顾呢？又该怎么选择他们呢？

8.7.1　什么是智能投顾

智能投顾，是智能投资顾问的简称，英语名叫 Robot Advisor，这个概念这两年比较火，因此在这一节就来谈谈这个话题。

要理解智能投顾，就需要先理解投顾，即投资顾问这个概念。

投资顾问本身是一个很古老的行业，也是所有私人银行提供的很重要的服务之一。一般来说，服务客户的投资顾问团队有两个部分组成，第一个是直接面对客户的客户经理，他们的工作是了解客户的投资和理财需求，理解客户的风险偏好和金融知识，并判断什么样的投资产品更加适合客户；团队的第二个组成部分是投资组合经理，他的工作是根据客户经理提供的信息，帮助客户设计并管理他的资产组合。

这种投资顾问模式的缺点是它耗费非常高的成本：一个有经验的客户经理，加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上一个有经验和技能的投资组合经理，再加上一些支持他们的后台团队，这样的团队组合需要的人力和技术成本都比较高。

这也决定了如此商业模式只能适合于高净值人群。假设客户只有几万或者几十万元钱，用这样一套团队去服务他的话，怎么都很难收回成本。大家知道，私人银行一般的最低理财门槛都是五百万人民币或者更高，这就是主要的原因之一。

现在一些国家兴起的智能投顾，其主要的变化是他们用计算机将上面提到的客户经理和投资组合经理替代掉了。如果用一些电脑程序可以将这两个重要的职位代替，那么智能投顾就能极大地降低为投资者提供投资顾问服务的成本，从而也能降低享受投资顾问服务的最低投资门槛。

事实上目前在美国做得比较领先的智能投顾确实做到了这一点：他们的收费相当便宜（年管理费在0.25%～0.5%之间，相比之下传统的私人银行理财服务收费在0.8%～1.5%之间），同时他们的最低投资额也相当低（比如只需要几百美元），可谓完全迎合了草根阶层的理财服务需求。

由于这样一种科技革命，智能投顾在美国发展很快，比如美国智能投顾所管理的资金量，在2012年为零，但到了2015年7月就已经增加到230亿美元左右。

根据美国彭博社的估计，照目前这个发展速度，美国的智能投顾到2020年将管理2万亿美元左右的资产规模。当然，这一切还都是一个愿景。由于智能投顾还是一个新兴行业，目前它管理的资金规模大约仅占整个行业的0.13%左右，还不足以撼动那些传统的投资顾问们。

在美国做的比较出色的智能投顾，有Wealthfront（26亿美元），Betterment（30亿美元），Personal Capital（15亿美元），Charles Schwab（41亿美元）和Future Advisor（6亿美元，已经被并购），括号中的是他们在2016年年初管理的资金规模（估计值）。

值得一提的是，智能投顾不仅只是新兴企业的地盘。事实上有很多传统的投资机构已经注意到这块市场，比如上面提到的嘉信理财（Charles Schwab），以及美国的先锋集团，都有非常强大的智能投顾服务，只不过跟他们的传统业务相比，这块业务占的比重还比较小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于上面提到的那些智能投顾取得的成功，这个概念在中国也引起了相关业者的注意。如果大家去百度搜索一下“中国智能投顾”，就会发现好多个自称是“中国的 Wealthfront ”的智能投顾。那么这些投顾都靠谱么？我们的投资者应该如何去理解并且比较他们的优劣呢？下面就来讲讲这个问题。

8.7.2 客户经理的价值

要理解智能投顾对投资者创造的价值，就需要理解他所代替掉的那两个重要职能，即客户经理和投资组合经理提供的价值，这些先来说说客户经理。

传统理财行业中的客户经理，其主要的工作是了解他的客户。客户经理一般来说认识投资者多年，他会综合客户的背景、文化、金融知识、风险偏好、家庭情况等信息来为客户选择最适合他 / 她的投资策略。这里就涉及一个好的客户经理和一个普通的客户经理的区别了。好的客户经理，除了专业知识过硬，金融理论基础扎实以外，他还对客户的心理非常了解，所以可以对客户施加有效的决策影响，比如在客户头脑发热，想做一些风险比较高的赌博性投资时，客户经理会适时提醒，给客户头上浇一点冷水，让他适当控制自己的投资风险。

由于客户经理提供的是关于家庭财务的咨询，因此一般投资客户对于客户经理是非常信任的。很多时候，客户经理也成为投资者的半个管家。很多和投资不一定有直接关系的事情，比如海外移民，小孩上学等，客户经理也会帮客户出主意。

从智能投顾的角度来看，为了用机器代替客户经理这样一个人，机器的设计者需要将客户经理提供的服务高度标准化和程序化，那么他们是如何做到的呢？

一般的智能投顾，提供服务的顺序是这样的：首先会问客户一些问题，比如年龄、收入、支出、职业、性格特点等，然后根据客户给出的问题答案，智能投顾会画出一张客户的风险偏好图。目的是将客户归入某一种风险档案（偏风险、中风险、厌风险等）。大家去国内一些智能投顾的网站都可以看到，他们会要求你点击回答一张问卷，做的就是这个工作。

在得出客户的风险图谱后，智能投顾会根据客户被归入的风险类别，给予其资产配置的建议，比如偏风险的，就多配点股票，厌恶风险的，就多配点债券。也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是说，到最后即使有10万个不同客户，他们也会被这些问题的答案归入某一类客户（比如十种风险偏好中的一种），这样才好给这些客户配置标准化的资产组合。

这样的分析方法虽然省了很多时间和成本，但是不一定合理，理由如下。

首先，投资者的所谓风险偏好（risk appetite），在很多情况下不能用一个简单的问卷来判定，需要具体情况具体分析，而且还受到如下各种原因影响。

（1）风险偏好受经济环境的影响：当经济高速增长，投资者收入增长很快的时候，他会非常乐观，自然而然地会更加爱好风险。但是当经济环境变差，或者跌入衰退时，投资者的风险偏好又会变得非常保守，就是说投资者的风险偏好受短期经济波动的影响。

大家可以回想一下，在2015年上半年，我们很多投资者非常乐观，在投资股市时非常大胆，而到了2015年下半年，很多人的情绪从天堂跌落到地狱，变得什么都不敢碰了。这就是一个投资者风险偏好受情绪影响的典型例子。

（2）同一个投资者，在对待不同事物上的风险偏好很可能会不一致，甚至截然相反，比如我们很多人会买健康和生命保险，从这个角度来说买保险的人都是厌恶风险的。但我们时不时也都会去赌场里赌一把，或者买张彩票，或者赌一场世界杯决赛，从这个角度来说，我们又是个风险偏好十足的投资者。也就是说，即使是同一个人，在不同的场合下他的风险偏好会发生变化，甚至完全矛盾。

（3）我们的风险偏好取决于我们的财富的来源。如果是通过辛辛苦苦工作了好多年好不容易积累下来的财富，我们对待它的时候会非常谨慎，趋向于避险。但如果是老爸送给我的，或者彩票中奖的，或者公司年末发的我意料之外的分红，那么我对待相同一笔钱的态度会截然不同，风险偏好十足。这个现象从理性角度很难说得通，因为如果都是十万块钱，它能买的东西是一样的，为什么我们会因为它的来源不同而区别对待呢？

（4）如果我告诉你现在有个投资机会，你赚钱的概率是90%，你可能会非常愿意投资，但如果我告诉你这个投资机会亏钱的概率是10%，你还会同样有兴趣么？这个例子告诉我们，我们的风险偏好，取决于那个风险是如何被描述的。

（5）在赌场里连续赢了两把的赌徒，在接下来的赌博中信心会爆棚，并愿意赌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上更大的赌注，而那些连续输了两把的赌徒，则会变得非常保守，小心翼翼的减少自己的赌注。在生活中也是同理，如果在过去两三年中成为生活的赢家，那么他/她会有更强的信心，表现出更高的风险偏好，尽管这并非理性。

（6）如果你的邻居，朋友和亲戚都在投资 P2P，你会不会也更有倾向去赌一把玩一下？这种倾向和你自己本身的性格和财务状况是无关的。这个例子说明，很多时候我们所谓的风险偏好是受我们的环境和朋友圈影响的，由此造成的风险偏好未必是最适合当事人的风险取向。

其次，这样偏简单的风险偏好图谱法完全忽略了投资者本身的经济状况和需求。在理财界，有一个比较流行的说法是，投资者个人应该持有的股票比重，可以用一个简单的公式，即 100 减去他的年龄来计算得出，比如说，在投资者 30 岁的时候，他应该将储蓄的 70% 投资于股票，而当他处于 60 岁时，他应该将股票的投资比例降低到 40%。

这个投资建议背后的逻辑是，在投资者年轻的时候，我们有更长的时间应对更高的投资风险，所以能够购买更多的股票，而当投资者年龄增大，越来越接近退休时，他能够承担风险的能力逐渐降低，因此应该购买更多的债券。

但如此简单的投资建议完全忽视了我们生活中实际的需求。大致来讲，一个年轻人如果没有一个富翁爸爸，他在二十多岁时很难积累起来任何财富。当这个年轻人步入三十多岁时，一般来说他会需要准备结婚，购买人生中第一套房子，养育一个或者两个孩子。这些都是人生中最重要的事情，也都需要不少钱，叫这样的年轻人把他大把储蓄投入股市，简直是自杀性的。事实上，大部分人也有清醒的头脑，不会照搬这样教条的建议。

这就是目前智能投顾面临的最大的挑战之一：每个人或者每个家庭的情况都不一样，期望用如此简单的几个问题就把投资者的实际情况搞清楚是不现实的。我这里还没有考虑到一些投资者不愿意透露自己真实的财富水平，选择不如实披露自己财富状况的情况。如果智能投顾无法将一位投资者的真实情况和相应的需求分析清楚，那么它后面所推荐的理财建议就没有多大价值。

这也是智能投顾在美国更受到草根阶层欢迎的原因之一。如果本来的投资额就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常少，那么投资者可能不需要，也无法承担得起更为个性化的理财咨询服务。对他们来说，选一个比较便宜的智能投顾服务就可以了，但是如果是高净值的高端客户，他们的需求可能会更加多样化，期望值也会更高，如何用机器去代替客户经理满足这些高端客户的期望，就是智能投顾需要解决的最大的问题之一。

8.7.3 投资组合经理的价值

说完了客户经理，让我们再来说说上文提到的第二个投顾的组成部分：投资经理的价值。

说到底，智能投顾要想给客户创造价值，他们就需要证明智能投顾提供的理财计划的回报比投资经理为客户创造的回报更好。从客户角度来看，即使投资经理收费更高，但是只要该经理为投资者带来更好的回报，那么客户也不介意支付更高的费用。那么智能投顾能否做到这一点呢？

智能投顾能够做到帮客户提高回报，基于两个非常重要的理论基础。如果这两个理论基础不够坚实，那么智能投顾就会面临非常大的问题。

- 市场有效性：至少在大部分时间和情况下，市场是有效的，因此市场很难被战胜，所以购买并持有低成本的被动型指数基金对于投资者来说更为划算。
- 投资组合是可以优化的：这个理论基础源于诺贝尔奖得主马尔科维奇的贡献。马尔科维奇提出的现代金融理论（Modern Portfolio Theory）指出，在投资者的资产组合中加入不同的新的资产，可以扩大其有效可能性边界，从而在不影响回报的前提下降低投资组合的风险。如果大家去百度一些国内的智能投顾的网站，就会发现很多智能投顾都会援引这个马尔科维奇理论来作为他们确定投资组合的理论基础。

下面我们来说说这两个理论基石。

1. 理论基石 1—市场有效性

首先是市场有效性。这一条理论要求：

（1）智能投顾需要在最有效的市场里进行投资。从理论上来说，这个市场应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括全球所有市场，即发达国家加上发展中国家，和所有资产类型，包括股票、债券、房地产等大类资产。大致来讲，发达国家的资本市场相对来讲要比发展中国家更有效。

所以如果智能投顾只投资发展中国家（比如只投资中国），而忽略发达国家，那就完全是掩耳盗铃，捡了芝麻丢了西瓜了。同时，要达到智能投顾代替并且战胜投资经理的目的，找到低成本高质量的指数基金是关键。目前中国国内符合这个要求的指数基金非常有限，这就意味着一个好的智能投顾，一定要放眼全球，挑选在全世界范围内最好的指数基金品种。

（2）如果智能投顾是基于市场有效性理论给客户设计最佳的投资组合，那么智能投顾就一定要百分百被动，完全没有人为干预。智能投顾的一大目的是取代投资经理（即用机器代替人）。如果在智能投顾中也有人为干扰因素，那么这就违背了一开始智能投顾的初衷了。

市场上有不少智能投顾，他们的投资方式是机器和人相结合。在管理层认为市场有效时，他们诉诸于机器理财，而在管理层认为“市场无效”时，管理层又开始自作主张改变投资者的资产组合。这种做法其实就是挂羊头卖狗肉，新瓶装老酒。因为那个投资经理并没有被替代掉，只不过他三天打鱼，两天晒网，有时候管一下，有时候又放手不管，简直比传统的投资经理模式还要糟糕很多。

要做到百分百被动的投资，智能投顾需要保证它挑选的那些投资品也完全被动，这就决定了真正的智能投顾只能选符合一定标准的指数基金。有一些智能投顾，在资产配置上用机器来定大类资产的权重。但是到了底层，选的都是有基金经理管理的主动型基金，这就又犯了用挂羊头卖狗肉的手段来忽悠投资者的毛病了。首先主动型基金的费用相对来说都比较高，违背了一开始智能投顾通过低成本为投资者省费用的初衷。其次智能投顾踢掉了上文提到的投资经理，却又雇佣了其他基金经理，真是左手倒右手，到最后就是变相的卖给投资者一个类似于四不像的组合基金（Fund of funds）。

2. 理论基石 2—现代投资组合理论

下面再说说智能投顾经常宣传的马尔科维奇的投资组合优化理论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马尔科维奇提出的创造性的资产组合优化理论，其有一个非常重要的前提，即资产的回报和风险（波动率）是已知的。通俗地讲，如果我们已经知道了一只股票（比如中石油）比另一只股票（比如工商银行）回报更高，风险（回报的方差）更小，那么我们就应该把更多的钱投资于中石油上，同时减少在工商银行上的投资。

但问题是我们不是算命先生，看不到那么远的未来，所以我们就需要去估计这些资产的（期望）回报和（期望）风险。那么我们的金融从业者是如何去估计的呢？答案就是：靠历史数据外加猜。

比如很多投资顾问会告诉我们投资者，在你的投资组合中加入一个××债券，根据马尔科维奇的金融理论，可以提高你的投资组合的风险调整后收益（Risk adjusted return）。那么他是从哪里得出这个结论的呢？有些人靠的是该资产过去的历史回报，而有些更离谱的则完全是凭自己的感觉。

如果靠资产的历史回报去预测未来，就会产生这个问题：过去的历史是否足够并且可靠？过去的历史对未来的预测准确度有多高？

比如我问大家：阿里巴巴股票在2014年9月上市时，该股票的风险调整后收益（Risk adjusted return）是多少？这个问题其实是个伪命题，因为没人知道答案。阿里巴巴这只股票在2014年9月份之前没有公开交易的价格历史，我们也无从知道它在上市前的非公开的股票交易价格历史，怎么可能知道其风险调整后收益？所以大家只能猜，比如找一支类似的股票，或者行业平均值来估计，然后用那个估计值去优化投资者的投资组合。

但是这就涉及到资产管理里一个很大的问题，即我们用的那些资产的回报和风险估计数值是否可靠？英语里有句话叫做垃圾进，垃圾出。如果我们一开始输入的变量就不正确，那么我们那套智能资产配置模型输出的投资建议也只能是垃圾。

给大家举个例子。在1999年的时候，根据其过去10年的回报，美国股市刚刚经历了一个大牛市，其股市的风险调整后收益非常高。那么在智能投顾所使用的资产优化模型中，美国股市在资产配置中受到的权重会非常高。在事后看来，这显然是很愚蠢的，因为智能投顾在股市高点时配置了更多的股票，因此在2000年互联网泡沫破裂时，该资产组合的投资者的损失会非常惨重。相似的，如果过去十到二十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年某国股票经历了一个熊市，那么智能投顾根据其历史可能会给予非常低的配置，而忽略该资产价格被低估的可能。

智能投顾要想给投资者一个比较合理的资产配置，其依靠的资产回报和风险数据需要非常可靠。那么这个可靠来自于哪里呢？一是数据历史要长，二是数据本身准确性要高。

数据历史长，至少要涵盖好几个经济周期和几个金融危机，越长越好，这样才会更有代表性。数据本身的准确性，要依赖高质量的数据源和非常严格的采编程序。在这方面有不少做得非常好的研究，像 Jeremy Siegel 和 Roger Ibbotson 对于美国历史金融数据的整理和研究，Elroy Dimson 对于世界上几十个发达国家和发展中国家过去的历史金融数据研究等，都是高质量的智能投顾不可或缺的数据基础。

相对来讲，美国和欧洲发达国家的数据历史比较长，收集的也比较全，因此一个好的智能投顾资产组合，其投资权重应该包括比较多的欧美日发达国家资本市场。而发展中国家的资本市场普遍比较短，可以参考的历史有限，数据可靠性存疑，因此在智能投顾中不宜配置过多。如果缺少对以上这两个条件的考虑，所谓的智能投顾就是玩过家家的把戏，无法当真。

智能投顾作为一个新兴的商业模式，可以为投资者带来更低的投资费用，更简捷的投资方法等好处，所以我觉得这对于我们广大投资者来说是一件非常大的好事，但是，我也想提醒广大投资者，要做好智能投顾没那么简单，里面涉及很多高度专业化的细节。投资者在选择适合自己的智能投顾之前，最好就以上提到的那些问题了解清楚，这样才能帮助自己找到更合理的理财方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

大宗商品投资策略

大宗商品（Commodity），是很多投资者关注的金融领域之一。国际大宗商品价格，比如石油、黄金、金属、农产品等价格是重要的经济指标，也对其他资产价格产生不可忽略的影响。

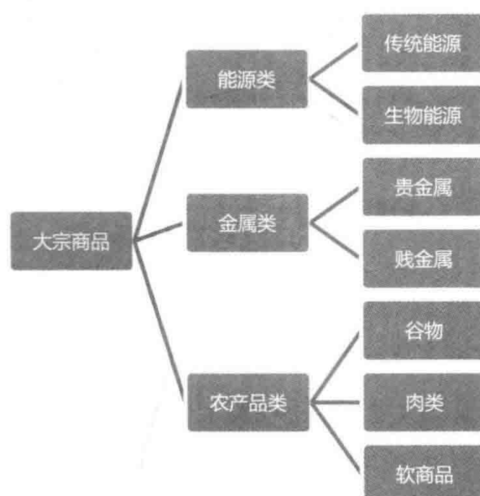
在这一章节中，我会就大宗商品的投资属性和历史回报做一些详细的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.1 大宗商品简介

所谓大宗商品，是指可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性并用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品。

那么哪些商品可以被归为大宗商品呢？在这个问题上没有什么官方的标准答案。大致来讲，我们可以把大宗商品归为：能源类大宗商品，金属类大宗商品，和农产品类大宗商品。

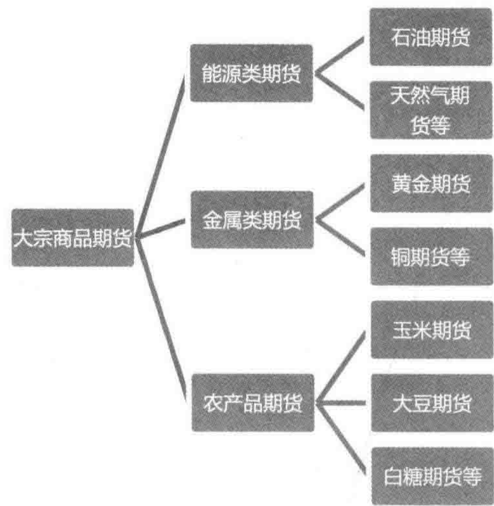


如上图所示，在能源类大宗商品中，我们可以将其更加细分为传统能源（比如石油、天然气、煤等）和生物能源（比如生物柴油、燃料乙醇等）。金属类大宗商品可以进一步分为：普通金属（比如铜、铝等）和贵金属（黄金、白金）。农产品类大宗商品可以进一步细分为：谷物（小麦、玉米、大豆等），牲畜肉类（牛、羊等）和软商品（糖、咖啡、可可等）。

大宗商品的价格波动深受广大投资者的关心，主要因为大宗商品对整个国民经济有非常大的影响。石油是一个典型的例子，油价上涨的话，几乎所有的行业都会受到影响。连央行的高级官员都不得不时刻关注油价的变化，比如美联储公布的很多会议纪要里就屡屡提到国际油价的变动。历史上，有很多国家为了石油大动干戈，不到你死我活誓不罢休。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全世界很多大宗商品都在期货市场上进行交易或者交割，这些大宗商品的期货也是大家获得其价格信息的主要来源。



如上图所示，能源类大宗商品期货有石油期货，天然气期货，乙醇期货等。金属类大宗商品期货有黄金期货，白银期货，铜期货等。农产品类大宗商品期货有玉米期货，大豆期货，小麦期货等。

值得一提的是，大宗商品的期货和现货价格是两回事情，完全不一样。现货价格，就像股票价格一样，是目前的商品市场价格。如果以更严格的标准来定义，现货价格还需要规定数量，品质，交易地点，包装情况等条件。

而期货价格，指的则是未来的某一特定时间（比如 2017 年 3 月），一定标准量（比如 10 吨）的某一特定级别的大宗商品（比如 45 度白糖）在某一特定交割地点（比如纽约某仓库）的价格（比如每吨多少美元）。在援引大宗商品价格时，我们需要对现货和期货价格明确区分。

一个广大投资者比较关心的问题是：大宗商品算不算投资？这个问题很重要，因为如果算投资的话，可能大家都应该适当的买一些大宗商品（期货）并且长期持有。而如果大宗商品不算投资，那么它就是投机。投机的话，它就不适合绝大多数的普通投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.2 投资和投机的区别

要讲清楚这个问题，我们首先需要谈谈投资和投机标的的区别。这个问题有很多专业人士做过非常细致的工作，也有过各种不同的解读。这里我援引英国著名经济学家凯恩斯对投资和投机的区分标准。

Investment: the activity of forecasting the prospective yield on the asset over its whole life, assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely.

Speculation: the activity of forecasting the psychology of the market, attaching hopes to a favourable change in the conventional basis of valuation.

凯恩斯对于投资的定义：投资是假定一项资产目前状态不变的情况下，预测该资产在其生命周期中未来的出产的活动。

凯恩斯对于投机的定义：投机是预测市场心理的活动，投机者关心的是因为市场心理的变化导致的资产估值变化。

在凯恩斯的定义中，投资和投机最大的区别在于需要根据资产的内生性出产，还是市场情绪来判断资产的估值。

基于以上逻辑，我将目前资本市场上最常见的投资标的分为两大类：投资和投机。

投资	投机
公司股票	大宗商品
债券	郁金香
现金	艺术品
房产	

常见的投资如下。

- 公司股票：公司股票可以给予投资者红利，即公司的部分盈利，这是我们购买股票的本质原因之一。美国的投资大师 John Burr Williams 曾经说过一段很有名的话：股票就是母鸡，红利就是鸡蛋，我只购买会下蛋的母鸡。
- 政府和公司债券：投资级别的债券在绝大多数情况下基本上可以保证本金安全，并且可以提供给投资者利息收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 现金：放在银行里的现金可以保证本金安全，并且给予投资者利息收入。
- 房产：房地产是实打实的资产，并且可以向投资者提供房租收入。

使用相同的逻辑，我将一些投资标的归入“投机”类，比如大宗商品、郁金香、艺术品等。这些“投机”标的的共同特征是标的本身不提供内在回报，因此其估值很大程度上取决于市场的情绪。

有些朋友可能会忍不住反对：你怎么能这样武断地把我们热爱的大宗商品一棒子打入“投机”的类别？我可以举出很多例子来证明大宗商品是投资，而不是投机。

确实，关于大宗商品是否是投资，在业界和学术界有不少争论。下面就来仔细研究一下这个问题。

9.3 大宗商品不是投资

首先来说说大宗商品不是投资的理由，总结下来一共有这么些理由。

9.3.1 大宗商品本身不产生内在回报

反对将大宗商品列入投资的第一条理由，是大宗商品本身不产生任何内在回报，其回报更多的是基于博傻，即别人出更高的价格从你手中把该商品买走。这样的回报来源有点像击鼓传花，同时投资（投机）者需要对市场情绪做出预测。

美国著名的投资大师巴菲特就持有该观点，他曾经说：大宗商品的问题在于，你博的是六个月以后有人出更高的价格来购买它，大宗商品本身并不产生任何收益。

那么巴菲特这样说有没有道理呢？

事实上确实有不少研究得出类似的结论。比如在 2006 年发表的一篇学术论文[①]中，作者 Claude Erb 和 Campbell Harvey 检验了美国 1982 年到 2004 年的一系列不同大宗商品价格（包括玉米、小麦、糖、咖啡、铜等共 12 种大宗商品），得出结论：这些大宗商品现货的平均回报为每年 0.46%，基本和零没什么区别。

① 数据来源：Erb C and Harvey C, The tactical and strategic value of commodity futures, 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了帮助广大投资者理解这其中的逻辑，巴菲特还不厌其烦地举了一个具体的例子来说明这个问题。

巴菲特说（笔者翻译）：当今全世界的黄金大约一共有 17 万吨。如果我们把这些黄金都融化了并合在一起，我们大概可以做出一个黄金立方体，这个立方体的单边大概长 21 米左右（也就是说体积为 9,261 立方米左右）。在黄金价格每盎司 1127 美元（巴菲特写这段话时的黄金价格）时，这个立方体的市值为 96,000 亿美元，我们将这个大金砖称为立方体 A。

现在我们再来考虑立方体 B，同样值 96,000 亿。用这些钱，我可以把全美国的农地全部买下来。这一共有大约 4 亿英亩，每年的产出大约值 2000 亿美元，然后我还可以购买 16 个艾克森美孚石油公司。艾克森美孚石油公司是全世界最赚钱的公司（在巴菲特写这段话时），每年的利润大约为 400 亿美元。

即使买了这么多资产，我大概还能多出来 1 万亿美元供我消遣。请问：一个聪明的投资者，是会选择上面的这个立方体 A，还是后面那个立方体 B?

巴菲特对投资和投机有明确的区分，他只会去购买那些可以真正有产出的资产，比如一家公司，一片农场等。那些虚的，或者他看不懂的（比如互联网经济），巴菲特碰都不碰。

持有此观点的也绝非仅限于巴菲特，美国的金融作家 Matt Krantz，在他的一篇文章[①]中也说过：请记住，当你购买大宗商品时，你买的东西并不能产生任何利润。

9.3.2 大宗商品的风险溢价几乎为零

反对将大宗商品列入投资的第二条理由是由于大宗商品的价格波动太过剧烈，因此完全起不到对冲通胀的作用。

银行和基金的推销人员用得比较多的投资者需要购买大宗商品金融产品的理由是：大宗商品可以抗通胀，所以投资者应该在其投资组合中加一些大宗商品基金，那么这个所谓抗通胀的理由到底能否经得起证据的检验呢？

① Krantz,M: Read this before you jump on the commodities bandwagon, USA Today, June 24, 2008.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国著名的经济学家 Kenneth French 和 Eugene Fama，在 1987 年发表的一篇学术论文[①]中，对美国 22 种大宗商品从 1964 到 1984 年的 20 年左右的历史价格做了一次系统的检验，他们得出的结论是：大宗商品的回报是每年 0.54% 左右，但由于其 T 值比较低，因此在统计学上不够显著，等于说其回报和零没有什么区别。同时大宗商品的波动性太高，有一些大宗商品的价格波动率达到了每年 10% 以上（比如豆油，白银等），因此无法帮助投资者对冲通胀风险。

2008 年，美国教授 Kenneth French 就他对大宗商品的投资价值的研究做过一段非常精彩的总结性解释，我在这里援引一下。

French（笔者翻译）说："大宗商品基金宣称：（1）他们可以达到和股票一样的夏普比率（注：夏普比率是金融界比较常用的一个衡量风险和收益的指标）；（2）大宗商品基金的回报和股票以及债券回报的相关性为负；（3）大宗商品可以对冲通货膨胀的风险。这些宣传不可能都正确"。

由于大宗商品的价格波动非常剧烈，因此要估计其回报以及和其他资产回报的协方差几乎不可能。同时如果其回报确实和股票以及债券负相关，那么根据理论大宗商品的风险溢价就应该是负的（因此对投资者来说就没有理由去持有大宗商品）。

事实上大宗商品对于通货膨胀风险的对冲作用非常小，主要原因在于大宗商品的价格波动率是通货膨胀率的 10～15 倍。如果投资者用大宗商品去对冲通胀风险，那么他们只会增加，而不是减少其投资组合的风险。大宗商品基金可能适合某些投资者，但绝不是因为他们宣称的那些原因。

9.4 大宗商品是投资

上文介绍了否定大宗商品作为投资品的阵营的各种理由，现在再来看看支持大宗商品作为投资品种的阵营列举的逻辑。

---

① French and Fama, Commodity future prices, some evidence on forecast powers, premiums, and the theory of storage. The Journal of Business, V60, No. 1, Jan 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.4.1 大宗商品期货回报更高

在支持大宗商品的阵营中，最为大家熟悉的声音可能就来自于“大宗商品大王”，吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）了。罗杰斯目前居住在新加坡，也经常来中国。罗杰斯在多种场合公开表示自己看好大宗商品的价格，他曾经说：大宗商品的价格不会降到零。当你投资一个大宗商品期货时，你不会像一个股民那样持有一份可能会破产的公司股票。

那么有没有关于大宗商品是投资，而非投机的证据主义学术研究呢？

美国学者 Gordon 和 Rouwenhorst 在 2004 年发表的一篇学术论文[①]中指出，虽然大宗商品的现货价格确实没什么回报，但是大宗商品的期货价格却可以给投资者高得多的回报。比如这两位学者对于美国大宗商品现货和期货从 1959 年到 2004 年的历史价格分析得出，在这 45 年间，大宗商品现货的价格从 100 元涨到 500 元左右，但是大宗商品期货的价格从 100 元涨到了接近 1500 元，回报远高于通货膨胀率和现货价格回报率。

在上面这篇论文的作者看来，大宗商品现货不是投资，而期货却是投资。因此投资者需要摈弃大宗商品现货，但可以考虑将大宗商品期货归入其投资组合。

当然，如果一样资产的历史回报高（比如大宗商品期货），就将它列为投资；而如果一样资产的历史回报低（比如大宗商品现货），就将它列为投机。这样的逻辑似乎不太经得起考验，至少，应该需要讲清楚期货回报比现货回报高的原因。

这就涉及到期货交易里的一个特有名词，叫转仓收益（Roll Return），下面简单解释一下。

所有商品的期货合同都有远期交割期，比如未来一个月、三个月、六个月、一年、两年等。如果近期的价格比远期高（比如一个月的价格高于三个月的价格），我们就把这种期货价格结构称为现货溢价（Backwardation）。与之相反的，如果近期价格低于远期价格，那么这种结构就称为正向市场（Contango）。如果期货价格的结构处于现货溢价状态，那么在期货合同到期时，投资者可以卖出将要到期的合同，买入下一个期货合同，并从中赚取一个差价，这个差价就是所谓的转仓收益。

① Gordon G and Rouwenhorst K, Facts and Fantasies about commodity futures, 2004

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于转仓收益的学术研究还有很多，比如在2006年太平洋投资管理公司（PIMCO）的一篇研究报告[①]中，作者衡量了1970—2005年（35年）的大宗商品期货历史回报，得出结论其总回报高于任何其他资产（比如股票，债券，防通胀债券等）。同时作者认为，大宗商品期货的回报的一大部分来自于转仓收益。

为什么投资期货会有转仓收益呢？要知道天下不会掉馅饼，也没有免费的午餐，学术界对此提供了很多“解释”，比如有些人认为，转仓收益来自于方便性内生价值（Convenience Yield），即远期的买家为卖家提供了一个可供对冲的流动性。而为了这个流动性，卖家甘愿放弃一些回报。另一种说法认为期货为卖家提供了一种保险，即在今年就可以把明年的收成卖出的远期保险。天下没有免费的保险，要想获得一定的保障，卖家就需要支付一定的保费，这个保费，就是转仓收益的来源。

还有一种说法认为转仓收益来自于市场对于通胀的预期。在通胀预期高的情况下，现货价格比较高，因此创造了转仓收益的可能，而这种转仓收益是通胀预期的一种体现。

这些说法都各有各的道理，目的都是为了解释这个所谓的转仓收益。这些不同解释共同的弱点是，它们都有些事后诸葛亮的味道，即研究人员先发现了转仓收益，然后在事后再去寻找原因，模棱两可的去解释前面发现的那个转仓收益。

9.4.2 大宗商品期货的风险溢价比较高

除了转仓收益，支持大宗商品投资观点的阵营也提出另外一个理由：大宗商品期货有比较高的风险溢价（risk premium）。

非金融背景出身的朋友们可能对“风险溢价”这个概念比较陌生，因此我在这里简单解释一下。

要理解风险溢价，投资者需要先明白，在我们做投资决策的时候，表面上看起来好像是在选资产，其实更可以理解为选风险。如果投资者不愿意承担任何风险，那么他可以把所有的现金放在银行里（假设银行存款无风险），或者购买短期国库券（treasury bill）并获得“无风险回报（risk free rate）”。

① Idzorek T, Strategic Asset allocation and commodities, PIMCO, 2006

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是有些投资者可能会认为，这个无风险利率太低了，我不满意，我想要更高的回报。我们知道，这个世界是没有免费午餐的。因此投资者做的投资决策就是一个分配风险的过程，比如我去选择购买股票，由于股票的风险比现金更高，所以回报也更高。而这个风险溢价，衡量的就是这个例子中股票回报比无风险回报高出的那部分回报。

回到大宗商品。在上文中我提到美国教授 Kenneth French 曾经说过，他的研究发现大宗商品没有风险溢价。也就是说大宗商品的历史回报相对于无风险回报来说，是一样的。那么对于投资者来说，就不应该去投资大宗商品。因为投资者还不如买个短期国债：既不用承担风险，又有和大宗商品类似的回报，何乐而不为？

但也有一些学者提出，虽然大宗商品的现货价格没有风险溢价，可是大宗商品的期货却有风险溢价。比如 Gordon 在 2004 年的一篇学术论文[①]中指出，他回顾了大宗商品期货 1959—2004 年（过去 45 年）的历史回报后得出结论，其风险溢价大约为每年 5.23%，和股票差不多，远高于债券。当然这个结论和 French 的结论也不一定矛盾，关键就在于大宗商品现货和期货的差别。

9.4.3 大宗商品抗通胀

支持大宗商品是投资品阵营的另一条重要理由，是大宗商品的抗通胀功能。在上面的反对阵营中我列举了一些反对理由。现在我们来看看支持阵营列举的证据。

首先需要指出的是，关于大宗商品能够抗通胀的观点，并没有什么新意，自古有之。

比如英国著名的经济学家大卫李嘉图，在差不多 200 多年前就提出：就像其他大宗商品那样，黄金和白银拥有内在价值，这个内在价值来源于它们的稀缺性，以及需要将他们从地底下挖出来所需要投入的资金和劳动力。

那么关于大宗商品的抗通胀能力，有没有什么靠得住的证据主义学术研究呢？

在 Erb 和 Harvey 于 2006 年发表的一篇学术论文[②]中，他们检验了近 20 种大宗

① Gordon G and Rouwenhorst K, Facts and Fantasies about commodity futures, 2004

② Erb C and Campbell H, The tactical and strategic value of commodity futures, 2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品期货价格和美国历史上的通胀率之间的相关关系，发现不同的大宗商品，其和通货膨胀率之间的关系都不一样。

比如和通胀关系最紧密的是石油，燃料油和铜，而其他一些大宗商品，比如糖，小麦和咖啡则和通胀率几乎没什么关系。这似乎也符合常理：毕竟石油和金属是关系国计民生的最重要的大宗商品，每行每业都离不开石油，但糖和咖啡则未必是每个人都需要的必需品。

同时 Erb 和 Harvey 也测算了高盛大宗商品指数（GSCI）和通胀之间的历史关系，发现两者有比较明显的正相关性。当然，值得一提的是高盛大宗商品指数中的能源（石油 / 天然气等）占的比重非常高，因此这个结论只是印证了前面相同的发现，即能源价格和通胀率有很强的相关性。

从这个研究结果来看，我们似乎只能得出这样的结论，即大宗商品中只有能源类商品有抗通胀能力，而其他类别的大宗商品没有显著的抗通胀能力。

支持大宗商品成为投资品阵营的另一大理由是大宗商品的价格变化和股票以及债券回报的相关性不高。根据现代投资组合理论，如果在投资组合中加入大宗商品，可以提高整个投资组合的风险回报质量。让我们来看看这方面的证据。

在我上面提到的 Gordon 和 Erb 两篇学术论文中，他们都对这个问题做了研究，得出的结论是大宗商品期货的价格确实和股票以及债券价格的相关性不高，比如以历史价格（1959—2004 年）月回报来看，大宗商品价格和股票价格的相关系数为 0.05，和债券价格的相关系数为 -0.14，这样的相关性确实都是比较低的。

由于这种比较低的相关性，在一个拥有股票和债券的投资组合中，如果加入大宗商品，可以有效地提高该资产组合的风险调整后收益。

9.5 大宗商品总结

大宗商品能不能算投资？通过上面的分析我们应该明白，这不是一个简单的问题，我在这里总结一下支持阵营和反对阵营的理由。

支持大宗商品是投资的理由汇总如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）大宗商品现货没有回报，但期货的历史回报很高。大宗商品期货的回报主要来自于转仓收益。

（2）大宗商品期货，特别是能源类大宗商品期货，可以抗通胀。

（3）大宗商品价格和股票以及债券价格相关性比较低。

（4）大宗商品有比较高的风险溢价。

反对大宗商品是投资的理由汇总如下：

（1）大宗商品没有任何内生性收益，照巴菲特的说法，大宗商品就是一块没有任何产出的“石头”。

（2）大宗商品的投资回报，主要靠博傻，即别人付出更高的价格来购买投资者手中的大宗商品。

（3）大宗商品现货的风险溢价为零。

（4）大宗商品的价格波动太大，根本无法对冲通胀风险。

支持大宗商品成为投资品的阵营列举了很多理由，但其中有一条硬伤，即现货和期货回报的区别。我们知道，期货只是一种金融衍生品，其本质还是其底层的大宗商品现货。如果现货无法产生超额收益，而期货由于某种让人不甚理解的原因产生了超额收益，那么这样的超额回报就值得我们仔细琢磨。在上面的文章中提到过，这方面虽然有不少研究试图解释大宗商品期货产生的超额收益，但也都不那么让人信服。

这也是我把大宗商品列为投机的原因所在。同时在我看来，通过基金，期货等方式投资大宗商品的成本以及专业门槛对于普通投资者来说有点高，到最后投资者的收益和付出的成本不一定匹配。投资者可能会堕入“看上去很美”的投资陷阱。在这个问题上，我们应该向巴菲特学习：聪明的投资者需要知道自己知识的边界，专注于投资自己熟悉的，能搞懂的，透明度高的投资领域，同时坚决拒绝诱惑，不去贸然购买那些自己不甚了解的投资品种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

对冲基金投资

根据美国研究机构 EVestment 的调查，截至 2014 年年中全世界大约有 11,000 个对冲基金，共管理 26,000 亿美元的资金（US$2.6 Trillion），其规模不可谓不大。

在这么多林林总总的对冲基金中，如何选择适合自己的对冲基金？这是一个不容易回答的问题。事实上在这么多对冲基金中，真正能够为投资者带来好的收益的，简直寥寥无几，还有很多基金让投资者血本无归。

在这一章中，我会和投资者分享一些投资对冲基金必备的理论和实践知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.1 为什么要投资对冲基金

投资对冲基金有很多理由，但是将这些理由总结下来的话，大致来说有两个重要原因：

（1）获取阿尔法；

（2）提供和传统资本市场（股票 / 债券 / 房地产）不相关的回报。

那么对冲基金经理们，有没有能力提供阿尔法呢？这是一个价值连城的大问题，也是广大投资者最关心的问题之一。很遗憾，要回答这个问题没那么简单，主要原因是对冲基金经理们行事诡秘，没有政府法令规定他们必须要向公众披露，或者向政府报告自己的业绩。我们大部分时间看到的对冲基金业绩，很大程度上是经理们自己说的，或者自己挑一段历史公布的，因此让人很难有一个全面客观的认识。

10.1.1 对冲基金历史回报分析

那么我们怎么去解这个问题呢？其实还是有一些方法可以让我们管中窥豹，比如被很多机构用到的对冲基金回报指数（Hedge fund return index）就是一个可以参考的数据。目前国际上有好多机构都会收集对冲基金的回报并编排他们自己的对冲基金回报指数，被引用的比较多的有：HFRX Hedge Fund Index, Eurekahedge Hedge Fund Index 等。



数据来源：华尔街日报，彭博社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

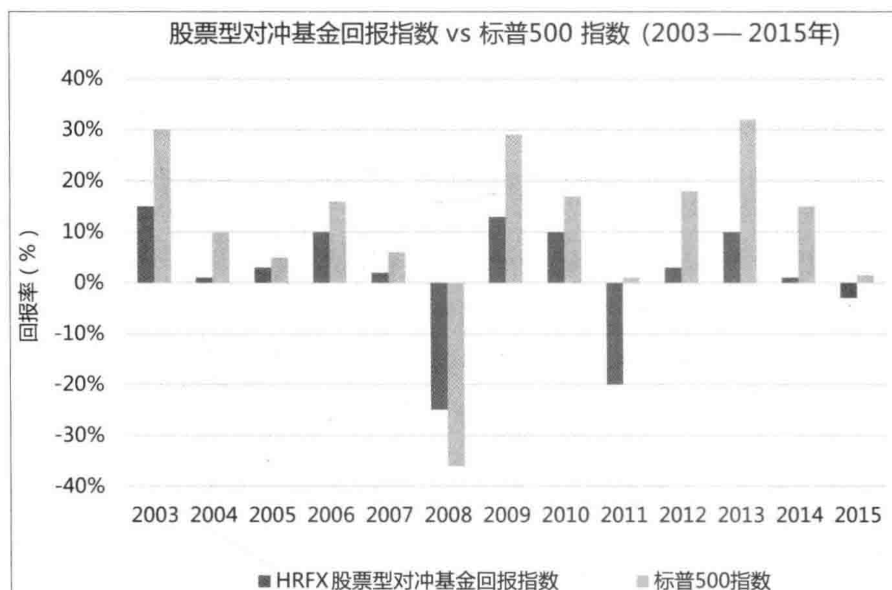
上面这张图显示的是 HFRX 对冲基金指数和标准普尔 500 指数（S&P 500）从 2003 年到 2014 年的历史回报，这里需要解释一下这个指数的定义。

HFRX 对冲基金指数反映的是全球所有对冲基金（各种策略）加起来的一个平均回报，这些策略包括：可转换套利（Convertible Arb）、重组证券（Distressed Securities）、对冲股票（Equity Hedge）、市场中性（Market Neutral）等。

我们可以看到，在上图显示的那十多年里，对冲基金总的回报不及股票市场，但是其波动率要低很多。

这时候你可能会有这个感觉：好像对冲基金经理们的阿尔法不高嘛。随便拉取十年，其回报还比不过美国股市平均回报，但很多基金经理会说，这样比不公平。我们基金经理做的策略又不是仅限于股票市场，不能拿我们的业绩和股票指数相比。

好，那就让我们来看看对冲基金里面专门做股票的股票对冲（Equity Hedge）那些基金的业绩如何吧。



数据来源：彭博社

上面这张图列举了从 2003 年到 2015 年（13 年）的 HRFX Equity Hedge（即股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场的对冲基金）业绩和标准普尔 500 指数回报对比。图中深色柱子是股票型对冲基金业绩，浅色柱子是标准普尔 500 指数。我们可以看到，在这 13 年里，除了一年（2008）之外，在其他的 12 年里标准普尔 500 指数每年回报都超过对冲基金，只有在 2008 年标准普尔 500 指数的亏损比对冲基金亏损更大。

从 2003 年年初开始，如果同时在股票型对冲基金和标准普尔 500 指数里面投下 100 元钱，那么在 13 年后，我们作为投资者可以从对冲基金经理那里拿回来 117 元，而我们在标准普尔 500 指数里面投资的 100 元会变成 303 元，这其中还包括了 2008 年前所未有的金融危机。

10.1.2 对冲基金回报指数的缺点

在这里需要提一下，被很多人用的对冲基金回报指数（Hedge fund return index）并不是一个检验对冲基金业绩的最好方法。事实上对冲基金指数在编排上有不少弊端，常见有以下几点：

（1）幸存者偏差（Survivorship Bias）。由于对冲基金没有义务向除了自己的投资人以外任何其他人报告其业绩，因此业界内的对冲基金回报指数都是靠对冲基金自愿申报回报来编制的。这就产生一个问题：那些业绩不好的，或者濒临关闭的，不太会有兴趣去申报自己的业绩，导致最后申报业绩，并被包括进指数的基金，都是业绩好的“幸存者”。

幸存者这个问题对于投资者来说的严重性在于，投资者在事前是无法判断哪个经理更幸运。投资者只能在事后看到某个经理的业绩非常好，而由于幸存者偏差问题，投资者很难知道这位经理的业绩是由于运气好，还是技术高超获得的。

（2）改写历史（Back Fill ）。有一些基金公司是这样操作的：他们从一开始发起了 10 个基金，由 10 个不同的经理人进行管理。过了两年之后，在这 10 家基金中，可能有两家业绩非常好，5 家业绩一般，3 家业绩十分糟糕。于是该基金公司将所有的资源都用在推销那两家业绩出色的基金上（因为这两家表现出色的基金圈到钱的概率最高），并开始将这两家的基金业绩上报给各大基金指数编制机构。

在这里你就可以看到，这些编排指数的机构收到的基金业绩，是过去两年的这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两家表现好的基金的业绩，而另外八家表现一般的基金业绩并没有被申报。这样的话，对冲基金业绩指数的历史会被改写（朝好的方向），而你如果将这样的历史业绩去和其他资产回报相比，自然会得出对冲基金业绩更好的结论。

（3）自我淘汰。对冲基金将自己的业绩上报给对冲基金指数编制机构的主要目的是为了推销自己的基金，好让更多人看到自己的业绩以便圈到钱，但是如果该基金的业绩不好，那么基金经理继续呈报业绩就没有什么动力了。事实也是如此，如果基金的业绩变差，那么有很多基金会自我淘汰，不再向指数编排机构呈报业绩，这样的情况会导致最后的指数回报被高估。

（4）小基金偏差。对冲基金指数在编排是，用的多是平均权重（Equal Weight）。也就是说，一个管理一百万美元的基金，和一个管理一百亿美元的基金，其回报在指数中的权重是一样的。在对冲基金行业有一个比较明显的现象，即小基金的回报要比大基金好很多。在这种情况下，对冲基金业绩指数会高估投资者实际可以从投资对冲基金中获得的回报。

那么这些因素加起来，会导致对冲基金指数的回报高估多少呢？大概是每年3%～5%①。也就是说，如果我们真的想通过对冲基金指数来估算投资对冲基金的回报的话，保守点的话每年需要扣除5%。

10.1.3 对冲基金案例

有些朋友可能会说，你说的都是行业平均情况，但不适用我。在这个行业里有很多傻钱，他们都被忽悠了，但我不同，我比别人都聪明。我看中的经理和我是发小，他毕业于常青藤院校，在华尔街银行有过多年工作经验，工作努力，智商奇高，他是一个神人，能预测市场变化，在市场大跌前保住我的投资不受损失。

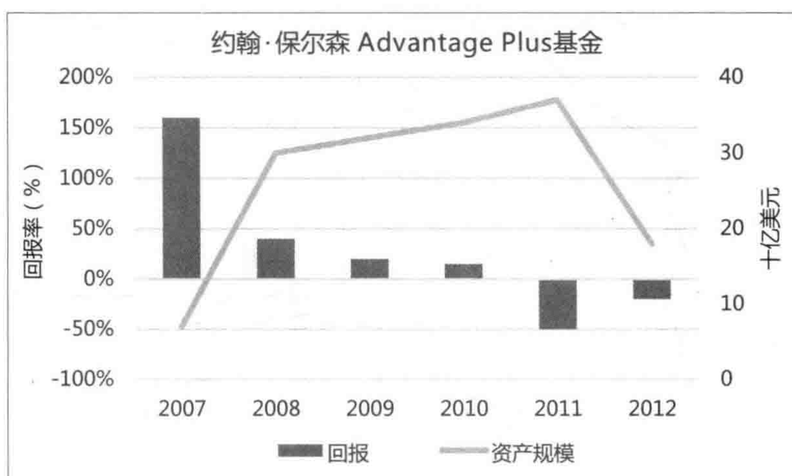
其实很多人都有类似的想法，但是想法归想法，我们更感兴趣的是证据。

那么就让我来举几个实际例子说明这个道理吧。

---

① 数据来源：Dichev and Yu: Higher risk, lower returns, what hedge fund investors really earn. Journal of financial economics, Aug 2010

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：华尔街日报，彭博社

约翰·保尔森（John Paulson）是美国著名的对冲基金经理，他在 2007/2008 年由于做空次贷而一战成名，成为全世界最炙手可热的对冲基金经理之一。他的 John Paulson Advantage Plus 基金在 2007 年的回报为 150%（见上图），因此吸引了全世界大部分基金投资者的眼球。在那之后找 Paulson 投资的机构蜂拥而至，其管理的基金规模也从 2007 年的 50 亿美元左右一路上升到 2011 年的 350 亿美元左右。

2011 年，Paulson 管理的旗舰基金 Advantage Plus 亏损 50%。2012 年，其基金再度亏损 20%。当初绝大多数投资保尔森基金的投资者，都是被他在 2007 年的惊人业绩所吸引的。但是问题在于，这些投资者并没有享受到 2007 年丰厚的投资回报，却要受到 2011 年和 2012 年的不尽如人意的投资业绩的影响。

在基金投资里有一个非常重要的规律，即某一年中大幅度亏钱对于投资者的伤害程度是毁灭性的。原因如下：假设一个投资者先赚了 50%，然后再亏 33%，在这种情况下，他的本金会回到原来的初始水平，但是如果一个投资者先亏 50%，那么他如果要想把亏得钱赚回来的话，就需要再赚 100%。也就是说，亏损对于投资者的伤害程度要远远高于相同幅度的盈利。这就是保尔森基金的投资者们在 2011 和 2012 年受到毁灭性打击的原因所在，更何况他们中的很多人根本没有享受到 2007 年的高额回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：彭博社，华尔街日报

对冲基金圈里外汇交易的教父级人物 John Taylor，管理的外汇对冲基金 FX Concepts Global Currency Program 大名鼎鼎，在 2008 年其管理的资金规模达到了 140 亿美元，成为了全球最大的外汇对冲基金之一。

但是好景不长，在 2008 年之后该基金在 2009、2011 和 2013 年连续遭受重创，平均每年的亏损在 20% 左右。2013 年 John Taylor 宣布关闭基金①，同时受到其公司员工的起诉，指责他用公司的资金为自己在纽约第五大道购置豪华公寓，却在对待员工上十分吝啬。

Pershing Square	2015 年回报	31/12/12-31/12/15
毛回报（扣除费用前）	-19.3%	37.3%
净回报（扣除费用后）	-20.5%	22.2%
标准普尔 500 指数	+1.4%	52.5%

数据来源：Pershing Square Capital Management 2015 Annual Letter

上面这张图表来自于美国最大的对冲基金之一：Pershing Square。其掌门人 Bill Ackman，是全世界最有名的对冲基金经理之一，2014 年 Ackman 的收入达到了 11 亿美元，位列世界上收入最高的基金经理之一。

根据 Pershing Square 自己披露的业绩，从基金创立（2012 年 12 月 31 日）到

① 数据来源：http://www.reuters.com/article/forex-companies-bankruptcy-idUSL2N0JA1PX20131125

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2015 年 12 月 31 日的 3 年里，其扣除费用之前的回报是 37.3%，扣除费用以后投资人得到的净回报是 22.2%。同期美国标准普尔 500 指数回报 52.5%。也就是说，投资该基金的投资人在短短的 3 年内亏了 30% 左右。

上面三个例子的共同点是：对冲基金经理的名气都非常响亮，经常在各大媒体上亮相。但是这些基金的投资者们的回报非常一般，甚至亏了不少，而与之形成强烈对比的是，即使对冲基金业绩再差，管理该基金的经理们的收入还是高的离谱。投资者回报差，基金经理收入却很高，可谓这个行业里让人最费解的现象之一。

10.1.4 对冲基金是否提供不相关回报

下面来讲讲投资对冲基金的第二个原因：不相关的回报（Uncorrelated Return）。

不相关的回报这个逻辑源于现代投资组合理论（Modern Portfolio Theory）。该理论的发明者，诺贝尔奖得主马尔科维奇创造性的提出，在一个资产组合中，只要加入和原来组合中已经有的证券相关性不高的其他投资（前提是该投资的期望回报为正），就可以提高整个组合的回报，或降低整个组合的风险，或者同时达到两个目的。在该理论的指引下，对冲基金被作为另类投资（Alternative Investment）的一部分，被纷纷引入像养老基金，大学基金会等那样的机构投资者的投资组合之中。

这个想法的初衷是很不错的，但是到了现实中，初衷好的想法却未必是好想法。投资者如果单纯为了追求所谓的不相关回报，而盲目投资对冲基金，遭受的损失是惊人的。

对冲基金策略研究领域的专家之一，麻省理工大学的教授 Andrew Lo 在其 *Hedge Funds: An Analytic Perspective* 一书中举过这么一个例子，他“发明”了一种神奇的投资策略。其实该策略也没有那么神奇，就是不断地卖出 S&P 500 期货的看涨期权和看跌期权。Lo 将执行该策略的基金管理公司命名为 Capital Decimation Partners，意为毁灭资本合伙公司。根据这个策略的历史回测，从 1992 年到 1999 年，该策略连续七年向投资者提供稳定回报，并且和市场几乎没有相关性。也就是说，从纸面上看，Capital Decimation Partners 具有相当高的阿尔法，但是该策略在第七年完全崩溃，下跌 30%，使得投资者之前赚的回报一夜之间化为乌有，真正做到了毁灭资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个例子告诉我们：追求和股票市场不相关的阿尔法值得理解，但是投资者要谨防自己走火入魔，丧失了基本投资常识。最起码投资者应该明白对冲基金经理的阿尔法是从哪里来，如何获得的，但是有过对冲基金投资经验的朋友都知道，对冲基金的特点之一就是其秘密性。如果想要获得对冲基金经理的资产投资组合明细，是非常困难的一件事。而对冲基金信息披露的不透明，正是广大投资者投资对冲基金面临的最大的问题之一。

10.1.5 大型机构不再投资对冲基金

最近几年，越来越多的大型机构（比如养老基金）开始意识到投资对冲基金的不明智之处，并从对冲基金中撤出他们的投资，这些机构原本是对冲基金行业最大的客户之一，因此对对冲基金行业的冲击不容忽略。让我先来举几个例子吧。

2014 年 9 月，美国最大的养老基金之一，加利福尼亚公共养老基金（Calpers）宣布，将完全撤出对对冲基金的投资，因为对冲基金收费太高，回报不够[①]。Calpers 的基金总规模为 3000 亿美元左右，其中对对冲基金的配置量为 40 亿美元左右。当时董事局做出这个退出投资对冲基金决定时援引的原因有：对冲基金收费太贵，投资太复杂，难以监控。

2015 年 1 月，荷兰社保基金 Pensionenfonds Zorg En Welzijn（PFZW）宣布，以后不再投资任何对冲基金[②]。该基金管理的资金总规模为 880 亿欧元，其对冲基金的配置为 2.7%（约合 23.7 亿欧元）。该基金给出的退出对冲基金投资的理由为：基金收费太高，基金经理工资太高。

2015 年 4 月，奥地利最大的养老基金 VBV Pensionskasse 宣布将对冲基金配置降为零[③]。该基金管理的资金规模为 65 亿美元，在之前有 8% 左右的对冲基金配置（5.2 亿美元）。

---

① 数据来源：http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-15/calpers-to-exit-hedge-funds-citing-expenses-complexity

② 数据来源：http://www.reuters.com/article/pensions-dutch-hedgefunds-idUSL6N0UO2NN20150109

③ 数据来源：http://www.institutionalinvestor.com/article/3443316/investors-pensions/vbvs-gnther-schiendl-is-keen-on-europe-but-not-on-fees.html#/.Vxn04jB96M8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有如此多的大型专业投资机构都对对冲基金小心谨慎，作为个人投资者的我们就更应该张开双眼，在投资对冲基金之前做好充分的尽职调查，防止自己掉入被忽悠的投资陷阱。

10.2 对冲基金策略

大致来说，对冲基金根据其主要依赖的交易策略，有以下几种：

（1）对冲股票策略（Equity Long Short）；

（2）期货交易策略（Managed Future/CTA）；

（3）债券策略（Credit Strategy）；

（4）相对价值策略（Relative Value）；

（5）宏观策略（Macro Strategy）；

（6）事件驱动策略（Event Driven Strategy）。

下面我挑几个常见的策略给大家介绍一下。

10.2.1 对冲股票策略（Equity Long Short）

对冲股票策略起源于一位美国的对冲基金策略先行者：Alfred Winslow Jones。此君 1900 年出生于澳大利亚，4 岁时同父母移民到美国，于 1923 年从哈佛大学毕业。大学毕业后 Jones 成为了一名政治题材记者，在德国从事新闻媒体工作，并和一位德国姑娘结了婚。由于其偏向于共产主义的政治观点，Jones 在德国呆的并不顺利，于 1936 年离开欧洲回到美国。

1941 年，Jones 从哥伦比亚大学获得社会学博士学位，然后开始为财富杂志撰写稿子。在撰写金融类文章时，Jones 分析了一些被用得比较多的挑股票方法，发现自己也可以通过这些方法牟利。1949 年，Jones 辞去在杂志社的工作并创办自己的投资公司，起始资金 10 万美元（自筹 4 万，朋友 / 岳父投资 6 万）。

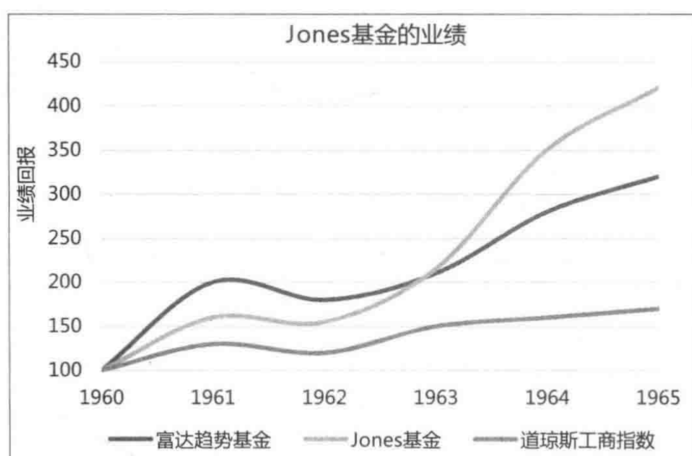
Jones 对于股票策略的创新主要集中于两点：首先，他是用杠杆炒股的先驱。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现对于有潜力的股票，可以通过杠杆（借钱）去购买比自己本金可以承担的多得多的股票。

其次，他大量运用卖空股票来对冲自己的头寸风险，这也是对冲基金这个名词的来源。在 Jones 之前，大部分股神的精力主要放在挑选股票上面。他们的做法和当今 A 股市场上的散户差不多，目标是挑选最具有升值潜力的股票，但是这个策略的一个大毛病是每当经济危机或者股市危机来临时，所有股票，包括那些好股票的价格也会下跌，因此再高明的股神也会受大环境的影响导致间或亏钱。Jones 的创新之处在于，通过卖空股票，他的投资组合不再受大盘下跌的影响，从而可以给投资者绝对的回报（旱涝保收）。用行话来说，就是消除贝塔，获取阿尔法。

要理解 Jones 的策略，我们也可以这么去思考。传统的选股策略，给予投资者的风险敞口是 100%（假设他把所有钱都用掉去买股票）。如果可以加杠杆，那么敞口就可以超过 100%（比如一倍杠杆，这样就可以将敞口提升到 200%）。如果可以卖空股票，那么敞口可以减少（比如买 100 块钱的股票，卖空 100 块钱的股票，其净头寸为 0%）。由于这两个因素，使得投资经理在对市场做出分析决策时，有了更多的选择和灵活性。



数据来源：华尔街日报，彭博社

从上图中我们可以看到，A.W.Jones 投资公司的业绩还是相当不错的，在 1960—1965 年，其投资回报超过了当时的道琼斯工商指数和一支比较有名的公募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金：富达趋势基金（Fidelity Trend Fund），在 Jones 投资公司 34 年的投资历史中，只有 3 年是亏钱的，同期标准普尔 500 指数有 9 年的回报是负的。

目前全世界绝大部分对冲股票基金（Long Short Equity）的原理还是基于上面的逻辑，和 Jones 时代几乎没什么不同。

10.2.2 期货交易策略（Managed Future/CTA）

期货交易策略一般只在期货市场交易，大致来讲有三种策略：技术分析（Technical）、基本面分析（Fundamental），和量化策略（Quantitative）。

目前全世界最大的期货交易策略基金是位于英国的 Winton 和 AHL。Winton 的创始人叫 David Harding，就是 AHL 里面的 H。Winton 的旗舰产品叫 Winton Diversified Program（WDP），完全用电脑量化程序去检测多个期货市场的价格动向，包括外汇期货、股票期货、债券期货、大宗商品期货等。

像 WDP 这样的量化程序，其策略的逻辑依据是经过大量的数据回测，找出期货市场价格运行的规律（Pattern Recognition）。发现这些规律后，该量化程序假定这样的规律会在未来重复，并以此设立自己的交易策略。

举个例子来说，如果通过很多回测，电脑发现动量（Momentum）在很多期货市场上都可以为投资者带来超额回报。那么电脑程序会比较全世界所有期货市场的价格变动动量，选出动量最大的一组期货并开始建立看多仓位，同时逆过来找出价格动量下跌最大的一组期货建立看空仓位。当然我这里只是举了一个很简单的例子，真实的类似于 WDP 的电脑程序要复杂很多。

期货交易策略的卖点是可以提供和传统股票或者债券市场完全不相关的投资回报，提升投资者资产组合的夏普率。

10.2.3 相对价值策略（Relative Value）

相对价值策略是一个非常有趣，值得一提的策略。相对价值策略背后的逻辑是，关注相对变化，从相对变化中获利。这样的策略的优点是风险小，缺点是获利空间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也小，所以要获得很高回报的话，一般都要运用非常高的杠杆率。

相对价值策略覆盖的领域很广，比如以下几点。

- 配对交易(Pair Trading):配对交易中，基金经理会对比两个非常相似的股票(比如中石油和中石化）的价格差，根据历史规律在两者价格差拉大时，购买便宜的，卖出贵的，并希冀其价格差会逆转并消除。
- 点差交易（Spread Trading）：每个期货合约都有不同的月份，其不同的月份合约之间有价差，根据一定的计算和分析可以在价差不正常时进行交易谋取获利。
- 套利交易（Arbitrage Trading）：套利交易在很多市场都很盛行，这里介绍一个债券市场里的套利交易。比如美国政府，每隔 3～6 个月会发行美国国债，但是通常新债（On the run）的价格会超过旧债（Off the run），虽然这两种国债几乎是一样的。基金经理在这两者价差到达一定规模时可以买便宜的，卖贵的来谋取获利，这个策略最有名的代表是已经倒闭了得美国对冲基金长期资本管理公司（LTCM）。
- 市场中性（Market Neutral）：在市场中性策略中，基金经理购买一部分股票，售出一部分股票。总体头寸保持在 0 附近，即保证购买股票的市值接近卖空的股票市值，这样其回报完全来自于经理的选股能力，而股市上涨或者下跌对该策略都没有影响。

10.2.4 宏观策略（Macro Strategy）

宏观策略是一个比较有趣的策略，也可以说是无策略的策略。因为其定义非常模糊，大致来说就是基金经理根据自己对宏观经济的判断来选择自己认为最合适的策略。因为是基于宏观经济，所以经理的策略选择范围很大。比如一个基金经理如果对某个国家的经济发展不看好，他可以选择卖空股票，或者卖空其货币，或者购买其债券，或者购买一些公司的信用违约互换（CDS），或者将这几个策略叠加组合在一起。理论上来说宏观策略的经理基本没有限制，什么都能买卖。

最为大家耳熟能详的宏观基金经理可能就是索罗斯（George Soros），他有过很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多宏观交易案例，比如和英国央行对着干，在东南亚金融危机时冲击港币等。索罗斯投资的市场遍布货币、股票、债券等，所以被称为宏观策略。

10.3 投资对冲基金的陷阱

在这一章节，我来谈谈投资对冲基金时可能遇到的陷阱。

10.3.1 光环效应

所谓的光环效应，就是被对冲基金经理头上的光环（比如华尔街投资银行背景，常青藤院校博士毕业等）亮瞎，在晕眩中将钱给对方，好比把包子扔给了狗。

比如在 2012 年，在亚洲成立了一个新的对冲基金叫 ARDA CAPITAL。ARDA 的启动资金为 1 亿美元，主要来自于 Facebook 的投资人和 Paypal 的创始人 Peter Thiel，该基金是当年亚洲新启动的最大的对冲基金之一。

ARDA 的投资团队有一流的简历，比如其基金经理，Michael Zhang 有令人炫目的职业经历，是美国麻省理工的博士，同时在 PIMCO, SENSATO 等一流的基金工作过。



数据来源：HSBC Fund Performance

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很不幸的，该基金从 2012 年开始以后，业绩就不尽如人意。从上面的图表中我们可以看到，在第一年该基金基本没怎么赚钱，由于基金的回报不令人满意，该基金在两年之后就被关闭了。

10.3.2 关门打狗（Gating）

如果投资者把自己的钱给基金经理管理，在法律上就已经赋予基金经理非常大的对这笔资金的处置权。很多人在购买基金时有这个经验：需要签那些长达几十页，甚至上百页的法律文件，而绝大多数人是没有时间和精力去仔细了解那其中的法律条款的意义。

在投资者赋予基金经理的诸多权力中，有一条叫做门控（Gating）。这个条款的意思是，在投资者需要赎回他的投资时，基金经理有权力根据当时的市场情况限制投资者的赎回额度。基金经理的理由是，他的基金里购买的资产可能缺乏流动性，那么在投资者赎回时他无法立即卖出基金中的资产以向投资者提供赎回的现金。因此基金经理有权启动门控条例，强制投资者等到更合适的时候再赎回。

通俗的来讲，就是在投资者想要赎回自己的投资时，基金经理有权延缓，或者暂时冻结投资者的赎回决定，这样投资者在需要钱的时候就拿不回自己的投资了。

2008 年冻结赎回申请的对冲基金	Polygon, Grosvenor Capital, London diversified Fund,Atlas Capital, Fortress, Farallon, Blue Mountain, Tudor Investment
冻结总资金量	1,000 亿美元中的 15%

数据来源：彭博社

让我用一个具体例子来说明一下吧。2008 年，由于全球金融危机的影响，很多投资者都提出要赎回自己在基金里面的投资。根据不同机构的估算，整个对冲基金行业受到的赎回申请大概有 1,000 亿美元。但是在这 1,000 亿美元的赎回申请中，有大约 15%（即 150 亿美元）遭到了拒绝，理由是基金经理需要更多的时间去获得现金以应对赎回申请。上面这种表中列举了一些全球非常有名的对冲基金，在当时将投资者的赎回要求完全冻结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理启动门控条例，限制投资者提出的赎回要求拿回自己的资金，对于投资者的伤害是非常大的。因为在基金里的资金，其主人应该是投资者，而不是基金经理。投资者自己的钱，在最需要的时候却无法拿回，真是“哑巴吃黄连，有苦说不出”。

10.3.3 估值中的魔术（Magic in Valuation）

假设投资者投资了一个债券基金（Bond Fund）。我们假设该基金持有一个债券，在市场上的买 / 卖询价是 99/101。这个意思是如果你要去购买这个债券，愿意出售的卖方愿意卖出的最低价格为 101（票面价格的 101%），而如果你想要卖出这个债券，愿意买进该债券的买家愿意付出的最高价格为 99（票面价格的 99%）。

在正常情况下，对该债券的估值有一个合理范围，介于 99 和 101 之间，所有在 99 和 101 之间的估值都有一定的合理性。

但是大部分基金是使用杠杆的，即他们借了很多钱去购买自己中意的债券，在这种情况下，估值这个领域就有不少猫腻可以玩。

4 倍杠杆	低　　位	中　　位	高　　位
债券价格	99	100	101
资产价格	495	500	505
负债价格	400	400	400
基金净值	95	100	105

比如在上图中下面那张表中我们可以看到，假设该基金用 4 倍杠杆，即自有资金 100 元，借 400 元，因此共有 500 元可以用作投资。那么还是在原来的 99/101 的估价基础（±2%）上，该基金的净值估算范围同时被扩大 5 倍，介于 95/105（±10%）之间。也就是说，理论上基金经理对于该基金的净值 (NAV）估值在 95-105 之间都属于合理范围。显而易见的，将净值定为 95，和净值定为 105 对于投资者的回报来说有天壤之别。

对于相对来说流动性不高的资产，基金经理自己对该基金的净值估算有很大的话语权，在这种情况下，投资者在申购或者赎回该基金时，是否得到公平的待遇，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大程度上取决于基金经理的业界良心，这也是很多投资者可能根本没有意识到的一个灰色领域。

10.3.4 三年后还是条好汉

有一句老话叫做十八年后老子又是条好汉，在基金行业，更合适的说法是三年后又是条好汉。

让我用几个例子来说明一下。1990 年代，美国大通曼哈顿银行（Chase Manhattan）有一个外汇交易高手名字叫做 Chris Goggins。他一开始只是该银行外汇交易部门后台的一位普通职员，后来一个偶然的机会在一次外汇交易中获得了不错的回报，得到了上司的青睐，从此其仕途平步青云，成为该银行炙手可热的最佳外汇交易员之一。

但是很可惜，花无百日红，1999 年 Chris Goggins 在其外汇交易中损失 6,000 万美元，同时其主管发现，他之前的外汇交易利润主要来自于会计欺诈和假账，而非真实利润；同年 Goggins 被银行开除，但免于被起诉。2002 年 Goggins 成立了自己的基金 Victory Investment Management 向投资者募资，该基金的宣传材料中对 Goggins 的介绍是“他是一名出色的有经验的外汇交易员”。

事实上类似这种旋转门的情况在中国也不少见，比如有一个私募基金叫倚天雅莉，基金经理是号称中国草根英雄的叶飞。以下是他的历史纪录：

根据华尔街日报报道，2009 年，叶飞募得第一个基金（募集 2,500 万人民币，杠杆融资 5,000 万人民币），一年之后亏损 14% 关闭。2012 年，叶飞募集的第二只基金以亏损 64% 关闭[①]，由于屡受挫折该经理回安徽老家闭关写博客。

根据中国经济网报道，2015 年上半年在大牛市行情下，叶飞连续推出若干倚天雅莉私募基金，其中的倚天雅莉 3 号基金在 2016 年 1 月亏损 45%，同时他在 2015 年由于涉嫌操纵股票，被证监会没收违法所得 663.8 万元，并处以 1991 万元罚款。

在这个疯狂的游戏中，基金经理如果有好的业绩回报，可以从丰厚的管理费和业绩分成中拿到自己不菲的回报，而如果基金业绩不好，大不了关门大吉，等一段

① 数据来源：http://www.wsj.com/articles/small-funds-stoke-chinas-stock-rally-1432809081

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间东山再起。正所谓三年之后老子又是条好汉，反正市场上不缺傻钱。

10.3.5 欺诈

说起基金经理对投资者的欺诈，很多人的第一个反应是麦道夫（Bernie Maddof）。确实，麦道夫案是有史以来对冲基金对于投资者的最大欺诈案，涉及的金额高达 640 亿美元。

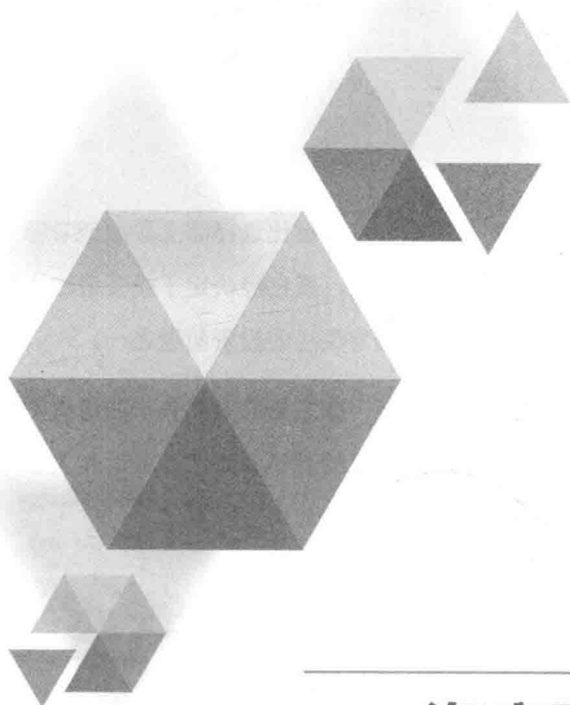
但是在麦道夫之外，还有很多其他基金欺诈案例。根据 Hedge event 对于全世界对冲基金发生过的欺诈案的汇总分析[①]，他们得出结论大约有 3% 的对冲基金会发生所谓的 Operation Failure，就是欺诈，不要小看这 3%，因为一旦投资者买中了这其中的 3%，你的损失很可能就是血本无归。

对冲基金的投资带有一定的专业性，同时其中有不少投资陷阱。对于普通投资者来说，在投资对冲基金之前，最好先学习一些专业知识，对自己感兴趣的对冲基金做好尽职调查，充分了解对方的背景，投资过程，阿尔法来源等。在无法充分理解对冲基金的操作过程和收费细节之前，投资者应该谨慎行事，不要轻易地随意投资对冲基金。

① 数据来源：From Manhattan to Madoff: The causes and lessons of hedge fund operational failures, 2010.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 4 部分

资产配置策略详解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于一个投资者来说，资产配置的重要性要远比选择哪支股票或者哪支债券重要得多。因为在大类资产层面的配置决策，就已经决定了投资者绝大部分的投资回报。因此资产配置是很多投资者最为关注的投资问题之一。

在本书的第 4 部分，我将首先分析一下一些主要的大类资产的历史回报和投资风险。然后向大家介绍一下全球资产配置的逻辑和方法。最后和大家分享一下我帮助投资者实现海外资产配置的具体策略和历史回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

大类资产的特点和风险

很多投资者都明白，资产配置对于他们的投资回报来说非常重要，甚至比具体选哪只股票或者基金重要得多。但是很多朋友也有不少问题：比如到底我们应该如何进行资产配置？在资产配置的过程中需要注意哪些问题和常见错误？理性地进行资产配置的过程是怎么样的？

投资者们要想做好资产配置，首先需要了解的是不同资产类型的特点和风险。在下面的篇幅中，我将对一些主要的大类资产的风险特征做一些细致的研究分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.1 现金

现金是绝大多数投资者持有的最常见的资产之一。因此让我们先来说说持有现金的风险。

持有现金主要有两个风险。首先是通货膨胀风险。这个风险大多数人都可以理解。我们把现金放在银行里，虽然可以保证不亏（假设银行是安全的），但是我们面临的风险是如果通货膨胀速度高过银行支付的利息，那么这部分现金在未来的购买力就会减弱。

中国很多老年人都吃过仅持有现金的苦头。他们不习惯理财，对各种金融产品也不是很了解，于是把自己辛辛苦苦多年积攒的储蓄都放在银行里。结果过了 30 年回头一看，房价、教育、医疗等费用已经完全不能和当年相比，简直恍如一梦。

从 1964 年到 2014 年的 50 年间，美元的购买力下降了 87%，也就是说 2014 年的一美元，在 1964 年只值一毛三分钱的购买力。在美国过去的 200 多年（1802—2012 年）中，美元现金给予投资者的回报为每年 -1.4% 左右。通货膨胀对于现金的购买力的侵蚀作用是非常惊人的。

现金的第二个风险是汇率风险。随着国界开放，世界经济一体化的发展，我们有越来越多的消费和服务需求来自于国外，因此我们的本币（人民币）对于国外的产品和服务的购买力也会直接或间接影响我们的生活质量。在这种情况下，汇率风险，即人民币贬值，也是持有现金的风险之一。

对于通胀风险，比较常见的应对方法是购买抗通胀资产，比如房地产、股票、防通胀债券等。对于汇率风险，一个比较常见的应对方法是分散货币持有范围：除了人民币以外，也可以持有一些主要的外汇货币如美元、欧元或者英镑。

11.2 股票

在各种不同的资产中，股票给予投资者的长期回报率是最好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国股票历史回报（1802—2012 年，扣除通胀后）	任意 10 年年回报率	任意 20 年年回报率	任意 30 年年回报率
股票最高	16.89%	12.6%	10.6%
股票最低	-4.1%	1%	2.6%

数据来源：J. Siegel: Stocks for the long run, 2014.

上表显示的是美国过去 200 多年间，任意一个 10 年，20 年和 30 年区间中股票的历史年均真实回报率(扣除通胀后)。从上面的历史数据中我们可以得出以下结论：

- 如果持有的时间够长，股票的投资回报就比较好。以美国历史为例，如果坚持持有股票超过 20 年，那么投资者的回报率肯定为正，即肯定保证战胜通货膨胀。没有其他资产可以做到这一点。
- 股票持有时间越长，股票给予投资者的回报率波动区间就越小，也就是说长期持有股票的风险比较低。相反，如果持有股票时间很短，那么股票的回报率波动区间非常大，因此风险也更高。

这两个结论不仅适用于美国。如果分析其他国家股票的历史回报，我们也能得到类似的结论。

英国历史股票真实回报（扣除通胀后）	年回报
1900—1954 年	3.5%
1955—2000 年	8%
1900—2000 年	5.8%

数据来源：Dimson,E, Marsh, P and Stauton, M: Triumph of the optimists, Princeton University Press, 2002。

英国历史上曾经经历过比较严重的通货膨胀，也曾经遭受二次世界大战的重创。但是如果把投资时间拉长，在英国坚持投资股票的话还是可以获得超过通货膨胀的比较好的投资回报。这样的回报在 20 世纪下半叶更加明显。在 1955—2000 年间，投资者们大约可以获得扣除通货膨胀之后每年 8% 左右的投资回报率。

最近几年由于全球各国利息都非常低，同时很多国家的通胀率也都处于非常低的位置（甚至为负），因此大家对通胀的威胁几乎没有感觉。事实上，从历史上来看，通货膨胀是减少我们财富（实际购买力）的一大杀手。而购买公司股票，是可以对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抗通胀威胁的有效手段之一。

但是，股票并不是万能药，要想获得“安全”的股票回报，投资者需要注意以下两点：

首先是多元分散。如果我们只是购买几只股票，那么当运气不好时，我们的投资组合会面临毁灭性的打击。在雷曼兄弟、安然公司等宣布破产之前，世界上没有一个人能够预测得到如此大的公司竟然也可能面临倒闭的厄运。

其次是长期坚持。巴菲特说过：如果没有打算好持有这只公司股票十年以上，那么我劝你还是不要考虑购买了。关于投资股票需要长期坚持的道理，在本书第 3 章有详细讨论，这里就不再赘述了。

11.3 债券

对于大多数投资者来讲，政府债券（也称国债）是最好的理财工具之一。

政府债券的发行单位是一个国家的政府，有中央银行背书，理论上没有违约风险。由于政府控制的中央银行在理论上可以发行无限多的本国货币，因此政府没有必要在国债上违约。当然如果政府发行了外币国债（比如美元国债），那么其违约的概率要高很多。比如阿根廷，墨西哥等国都有对外币国债违约的先例。

购买政府债券面临的最大风险是通货膨胀。如果政府不负责任、没有节制地发行货币，可能会导致两种结果。首先通货膨胀率升高，这样收取固定利息的国债投资者的实际回报率会降低。其次如果政府同时又想把通胀率压下去，那么央行会提高利率。在这种情况下，由于折现率升高了，国债的市场价值也会下降。

下面我们来仔细研究一下发达国家政府债券的历史回报。

美国政府债券历史回报（1802—2012 年，扣除通胀后）	任意 10 年年回报率	任意 20 年年回报率	任意 30 年年回报率
债券最高	12.4%	8.8%	7.8%
债券最低	-5.4%	-3.1%	-2%

数据来源：J. Siegel: Stocks for the long run, 2014.

即使坚持投资债券 30 年，也不能保证投资者一定赚钱。如上表显示，在美国历史上，持有美国国债 30 年的回报区间（扣除通胀后的年回报）在 -2% 到 7.8% 之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是说，如果投资者的运气不好，在某个通货膨胀比较高的 30 年间持有债券，那么在那个 30 年里，他所持有的政府债券的回报率是负的。

获得负回报率的主要原因在于，债券的回报受到通货膨胀的侵蚀。在 1960—1970 年，美国经历了比较严重的通货膨胀，在那段时间里，债券投资者的利息回报远远赶不上通货膨胀率的上升，因此其投资回报受到了很大的打击。

英国历史政府债券真实回报（扣除通胀后）	年回报率
1900—1954 年	0.2%
1955—2000 年	1.9%
1900—2000 年	1.3%

数据来源：Dimson,E, Marsh, P and Stauton, M: Triumph of the optimists, Princeton University Press, 2002。

类似的情况也可见于英国。从英国历史上来看，政府债券的回报从来都很一般，远差于股票。比如在 20 世纪上半叶英国政府债券给予投资者的回报率为每年 0.2% 左右（扣除通胀后），而 20 实际下半叶英国政府债券的投资回报率为每年 1.9% 左右。债券的回报仅比通货膨胀稍微高一些，远不如股票。

政府债券是投资者进行资产配置过程中不可缺少的一个重要组成部分。政府债券的优点是比较安全，投资回报比较容易预测，投资者可以收到稳定的现金流。持有政府债券的主要风险是该国发生通货膨胀。要想应对通货膨胀的风险，投资者可以通过多元分散，在政府债券之外持有股票、防通胀国债、房地产等抗通胀资产进行应对。

11.4 防通胀国债（TIPS）

在政府债券中，有一类特殊的债券叫做防通胀债券（TIPS），其目的就是为了应对通货膨胀的威胁。

防通胀国债将其派息率和通货膨胀率（消费物价指数）挂钩。在这种情况下，投资者不必担心在高通胀的环境下损失自己购买的国债价值。目前有不少发达国家的（比如美国，英国等）政府会不定期地发行防通胀国债。

购买防通胀国债的首要风险在于政府赖账。当然这种可能性非常小，但是理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上政府可能会陷入无法支付防通胀国债的利息的窘境。在一种极端情况下，政府会陷入一个无终点循环：发行货币导致通胀上升，通胀上升导致防通胀国债需要支付的利息也上升。央行以发行更多货币来应对，这样导致通胀进一步升高，而防通胀国债需要支付的利息也水涨船高。终止这个恶性循环的唯一办法就是政府违约。

购买防通胀债券的另外一个风险是通货不膨胀。

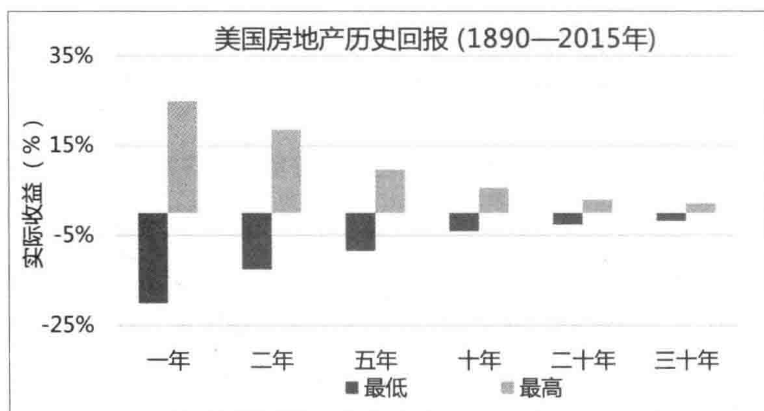
举个例子来说，2011 年和 2012 年，美国 5 年和 10 年期防通胀债券的回报率在 0% 以下（负利率）。

如何理解负利率呢？简单来讲就是投资者花 100 元买了一个债券，等到债券到期时投资者拿回来的本金和利息总和小于 100 元。为什么会有投资者愿意以负利率去购买一个防通胀债券？主要原因就是投资者们为自己对通货膨胀的担心买了一个保险。

大家都知道天下没有免费的保险，要保险，就要支付保费。而如果投资者投保的不幸事件没有发生，即那段时间没有发生通货膨胀率上升，那么该投资者的保费就打水漂了。这个负利率就是投资者所支付的保费。

11.5 房地产

说完了股票和债券，我们再来说说房地产。首先让我们来对美国的房地产做一些历史分析。



数据来源：Case Shiller US Home price。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上面这张图显示的是美国从 1890 年到 2015 年历史上房地产的每年真实回报率（扣除通胀后）。从这段历史中我们可以发现：

（1）和持有股票一样，持有房地产时间越长，回报越稳定。比如如果持有美国房地产 30 年，那么投资者的每年真实回报率在 -1.8% 和 2.1% 之间。

（2）房地产的回报也会有非常大的波动，任何一年中，房地产价格的动荡幅度在（-20%，+25%）之间。

（3）值得一提的是上面的计算仅限于房地产本金的投资回报，没有计入租金收入。从美国过去的历史来看，出租房屋可以得到的租金回报率大约为每年平均 3% 左右。如果把房租收入计算进去，那么长期持有美国房地产（比如 20 年以上），也能像股票那样帮助投资者战胜通货膨胀对于货币购买力的侵蚀作用。

上面提到的这些规律不仅限于美国。比如从英国 1955—2000 年的历史来看，房地产给予投资者的真实回报（扣除通胀后）是每年 1.7% 左右，和政府债券（1.9%）差不多。即使加上房租收入，英国的房地产投资回报还是不如股票的投资回报（8.1%）。

大多数中国的投资者尤其钟爱房地产，因为在中国的一线城市（比如北京、上海等地），我们几乎还没有经历过房价大幅下跌的情况。中国的经历可能比较特殊，因为在世界上其他很多国家和地区都曾经发生过房价大跌的惨剧。在这里让我举几个例子。

- 日本：日本东京的房价在 1990 年左右达到顶点之后，开始下跌并进入了漫长的熊市周期。以东京市中心的房价为例，从 1990 年左右房价最高点开始算起，房价在之后的 15 年左右连续下降，一度跌去最高峰时价格的 75% 左右，直到今天（2016 年）还没有恢复。
- 香港：1997 年，香港经历了亚洲金融危机。香港平均房价指数从 1997 年的高峰下跌 60% 左右，一直到 2003 年左右才止跌回涨。
- 新加坡：1997 年，新加坡房市受到亚洲金融危机打击，在接下来的两年中其房地产平均价格下跌了 45% 左右。后来新加坡一直到了 2008 年，即在 97 年金融危机十多年后，其房地产价格才恢复到 1997 年左右的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

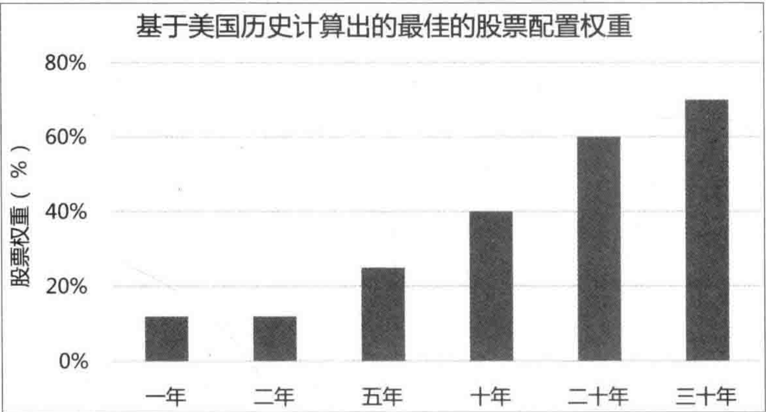
不知道我们是幸运还是不幸，上述这些房地产泡沫破裂的例子在新中国成立之后的上海、北京等中国的一线城市还没有发生过。但是，理性的投资者应该从其他国家的历史中吸取教训，坚持多元分散的投资原则，不要把所有的资产都集中放在房地产一个篮子里，这样也可以帮助他们避免重蹈日本和香港房地产投资者曾经经历过的惨痛。

每个不同的资产都会给投资者一个不一样的回报来源，同时带来其特有的投资风险。在这里我将上面提到的那些常见资产的风险及应对方法做一个小结。

资产类别	风　　险	应对方法
现金	通货膨胀，汇率风险	购买抗通胀资产，购买外汇进行多元分散
政府债券	通货膨胀，利率风险	购买抗通胀资产，投资股票
防通胀国债	通货不膨胀，政府违约	购买外汇和其他资产
公司债券	公司违约，通货膨胀，缺乏流动性	投资其他资产，多元分散，减少交易频率
公司股票	公司不赚钱或者倒闭，价格波动	多元分散，长期持有
房地产	房价或租金下跌，缺乏流动性	投资其他资产，减少交易频率

11.6　股票和债券组合

在资产配置过程中，很多投资者面对的一个实际问题是，如果我们的投资组合中既有股票又有债券，那么我们应该持有多少股票，多少债券？有没有一个最佳的比例组合？



数据来源：J. Siegel: Stocks for the long run, 2014.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

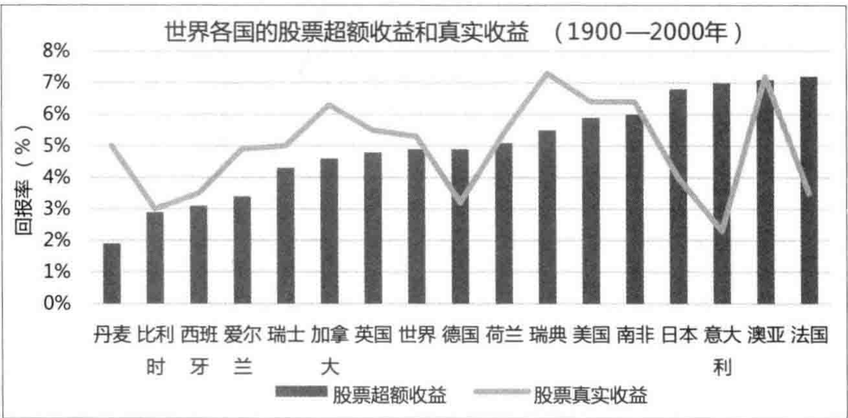
上面这张图表是根据美国过去 200 年的股票和政府债券的投资回报收益计算出来的最佳的股票配置权重。计算方法的理论根据源于马尔科维奇的现代投资组合理论。从这张图中我们可以得出以下一些结论：

（1）在债券和股票混合投资组合中，持有股票的最佳比例取决于投资者的持有周期。持有周期越长，那么可以持有股票的比例就越高。

（2）得出这个结论的主要原因是，股票的回报率更高，但是风险也更大。如果投资者的投资周期比较短（比如他预见到一年后要结婚买房），那么他就应该大部分持有债券（由上图可知，他应该持有 10% 左右的股票，也就是 90% 左右的债券），在这样的组合下，一年之后他的债券部分（90%）会给予投资者稳定的收益，而股票则相当于一张彩票，运气好的话可以赚不少，运气差的话会亏一些。由于股票只占总投资组合的 10%，因此对投资者的总回报率影响程度有限。

（3）如果把时间维度拉长（比如 20 年以上），投资者再配置很多债券的话就不明智了。这是因为时间拉长的话，股票给予投资者更高回报的概率会增加很多，同时拥有债券会面对通胀风险。在这种情况下，投资者应该持有更多的股票（比如上图的 60%～70%），同时减少债券的配置比例。

上图显示的计算是基于美国的经验。那么其他国家的情况如何呢？



数据来源：Dimson,E, Marsh, P and Stauton, M: Triumph of the optimists, Princeton University Press, 2002。

上图中显示的是世界上主要的发达国家在过去 100 年的股票超额收益和股票真实收益。超额收益指的是股票超过政府债券部分的收益，而真实收益指的是股票超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过通货膨胀率给予投资者的回报率。

从图中我们可以得知，美国在过去100年的股票回报率在扣除通货膨胀以后为年均6%左右，在发达国家中属于中等偏上。世界上所有的发达国家的股票超额收益都是正的，其收益率在2%～7%之间。也就是说，股票的长期回报好于债券并不是仅仅在美国存在的一个特例，而是在所有发达国家都适用的一个普遍规律。对于一个全球配置的投资者来说，他的投资的周期越长，那么他就应该配置更多的股票和更少的债券。

如果投资者的投资周期为五年，那么比较合适的配置比例是股票占25%左右，债券占75%左右。如果投资周期拉长到十年，那么比较合适的配置比例是股票占40%左右，债券占60%左右。

一个理性的投资者，应该仔细分析自己的家庭经济情况和预期的收入和支出，在合理规划自己的投资周期的基础上，做出合适的资产配置决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

在全球范围进行资产配置

全球资产配置，可能是中国投资者在 2015 年和 2016 年最为关心的话题之一。这其中有很多原因，比如中国人的财富渐渐增加，因此需要更多的投资选择，比如有些人可能会担心人民币的币值稳定性，因此想要通过多元分散降低一些资产风险。

但是我们到底应该如何理解全球资产配置这个问题？配置背后的理论依据和逻辑是什么？有什么具体的操作方法？本章就帮助大家解答这些问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

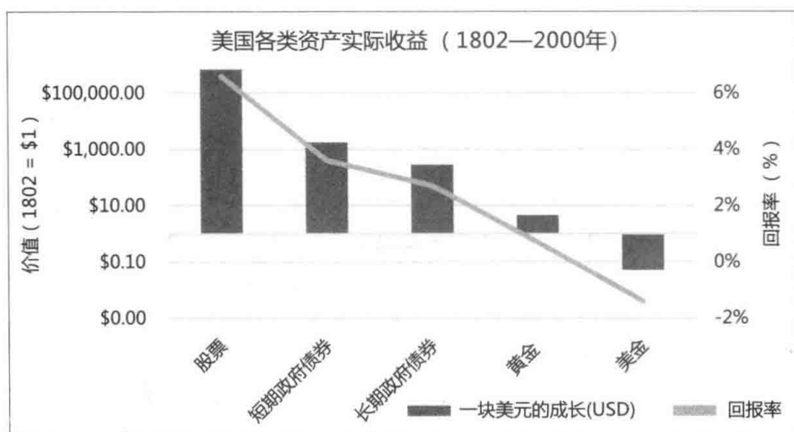
12.1 全球资产配置的逻辑

在我们中国人做资产配置的过程中，有一个很多人都会问及的问题是：我是否需要配置一些海外资产？如果是，那么我如何进行海外资产配置？下面我就详细说说这个问题。

在做海外资产配置的时候，我们首先要了解一些大类资产的区别和历史回报。

12.1.1 现金

如果投资者在海外的资金不是很多，那么现金也是很不错的投资选择。长期来看，因为会受到通货膨胀的侵蚀，现金的回报率不会太好。但是现金的一大优势是流动性强。很多时候我们无法预计自己何时需要钱、需要多少钱。如果投资者的现金总额不大，又没有高通胀的经济威胁，那么以现金形式把美元存在银行里应该是首选。



Source: Siegel,J: Stocks for the long run, 2014

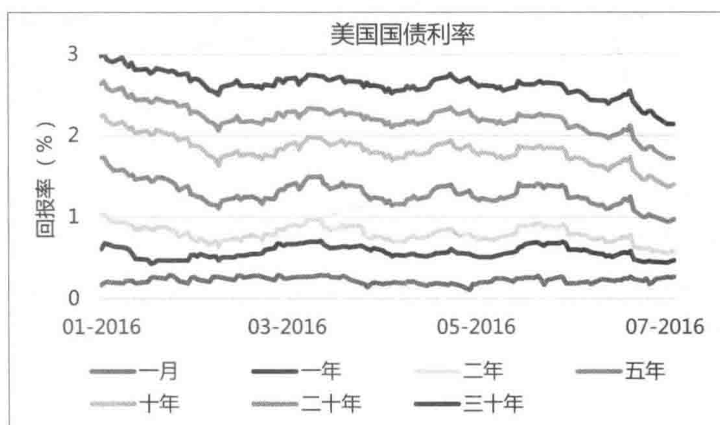
上面这张图显示了美国过去200年的各种资产的回报，我们可以看到现金的真实回报（扣除通胀后）是负的，主要原因是美国在20世纪60、70年代经历了严重的通胀，因此货币价值大幅度贬值。

所以说，现金的优势在于流动性强，随时可以应急。但是缺点是如果经济体通货膨胀率比较高的话，现金的长期回报率不够好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.1.2 国债

随着投资者在海外账户里的资金规模慢慢大起来，他可能会发现，现金留个几万美元以备不时之需就够了。其他多出来的资金不一定马上需要，可以稍微放得长一些。这个时候，投资者需要考虑购买的首选应该是美国国债。



数据来源：http://treasury.gov

上面这张图显示的是不同期限的美国国债在 2016 年 1 月到 7 月的利率变化历史。我们可以看到，越是期限长的国债，其回报率会越高。比如 1 年期的国债回报率为 0.55% 左右，而 30 年期的回报为 2.58% 左右。



数据来源：http://treasury.gov

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果把这些不同久期国债的利率画在一张图上，我们就可以看到一条慢慢向上的曲线。这就告诉我们，作为一个投资者，需要平衡我们的流动性需求和收益回报之间的关系。如果投资者需要流动性，那么他就需要付出牺牲回报的代价。如果投资者需要更高的回报，那么他就需要牺牲短期的流动性，购买更长期的政府债券。理性的投资者，需要在两者间选取一个适合他的平衡点。下面就来具体谈谈这个问题。

在美国过去 200 多年的历史中，短期国债和长期国债的回报都战胜了通货膨胀，堪称非常不错的投资标的。短期国债的平均年回报率大约在 2.7% 左右，而长期国债的平均年回报率要高一些，为 3.6% 左右。

假设美国政府不会倒闭或者违约，那么购买美国国债是不是就没有风险呢？

这个问题的答案没那么简单。首先如果是美元国债，只要美国政府不倒台，那么理论上就没有违约风险。因为美国政府可以施压美国的中央银行美联储不停地印钞票来偿还其债务。严格来讲美联储是个独立机构，不归美国政府管辖。但是到最后这两者是共生关系，美联储不可能坐视美国政府违约而不管。所以购买美国国债的风险不是美国政府违约，而是其货币（美元）贬值。

但是即使美国国债没有违约风险，也不代表投资者肯定赚钱。如果投资者购买一个十年期国债，那么他唯一不亏钱的方法是从该国债发行的第一天就购入，并且一直持有该债券十年直到到期日。如果投资者从中途买入债券（比如买一个还剩八年的十年期国债），或者中途卖出（比如卖出一个还剩五年的十年期国债），那么投资者的盈亏则完全看当时的市场行情，可能赚也可能亏。

如果投资者想要购买美国国债，还有一个问题不得不考虑。比如投资者在 2016 年 1 月份买了一个美国十年期国债，那么它的时限是 2016/1/1—2025/12/31。现在问题来了：购买该债券的投资者，会得到上面提到的历史平均 3.6% 左右的回报吗？答案是否定的。原因是投资者购买的这个债券每过一年，其久期就会缩短一年。也就是说，如果我们想得到上述研究中提到的历史平均债券收益率，我们需要做的是，每隔一定时间，把我们购买的债券替换成最新的十年债券。同时，投资者也需要把之前债券得到的利息进行再投资去购买更多的债券。

所以说如果真的想要获得美国国债的历史平均收入，投资者需要进行的投资活

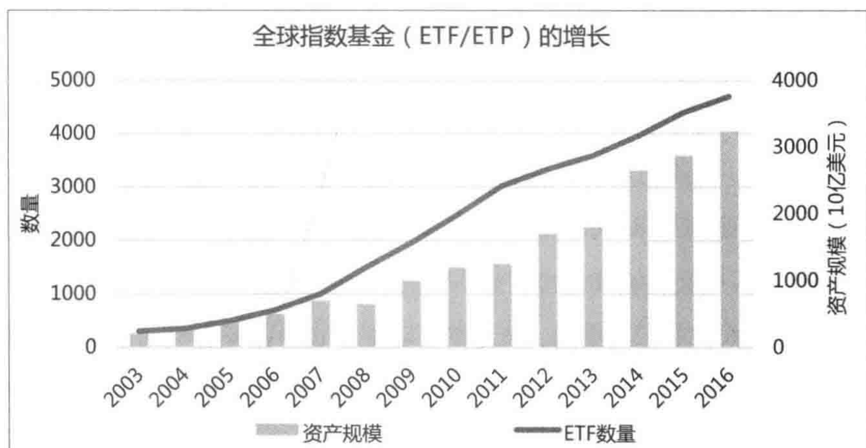
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动是有点复杂的。但是现代金融行业的创新为我们提供了一些简单易用的金融工具，帮助我们以比较低的成本相对简单地获得我们想要的投资回报。这个工具就是指数基金（ETF）。

12.2 指数基金（ETF）

12.2.1 指数基金简介

世界上第一只 ETF（Exchange Traded Fund，交易型开放式指数基金）叫做 SPDR（Standard & Poor's Depository Receipt，标准普尔存托凭证）。该 ETF 于 1993 年在 AMEX 上市，由美国道富集团（State Street Global Advisors, SSGA）管理。截至 2016 年 10 月 17 日，SPDR ETF 管理的资金规模为 1469 亿美元，是全世界最大的 ETF 之一。



数据来源：ETFGI

从上图中我们可以看到，全世界的指数基金（ETF 和 ETP 产品）在过去十多年得到了长足的发展。截至 2016 年 9 月，全世界大约有 4000 多个不同的 ETF/ETP 品种，其管理的资金规模大约为 3 万亿美元。

一般来说，ETF 追踪的都是各种各样的指数（比如股票指数，债券指数，房地产信托指数等等）。它为投资者提供的价值包括以下这些方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）通过 ETF，投资者可以购买并持有一揽子资产组合。这个资产组合可以是股票，债券，或者其他资产。购买并持有一揽子资产组合的投资哲学主要源自金融领域里最重要的理论创新之一：现代资产组合理论。关于这个投资理论在本书的第四章有比较详细的分析。基于现代资产组合理论而得出的投资建议是：投资者应该去购买并持有整个资本市场（比如全世界所有的股票和债券）。

ETF 为投资者购买并持有整个资本市场提供了一个解决方案。在美国，ETF 和在证券交易所上上市的股票一样，受到1940年投资法案(Investment Act of 1940)监管。对于广大投资者来说，买卖 ETF 和买卖任何一只股票一样方便，也可以随时查看它的市场价格。

（2）ETF 的费率要远低于传统的主动型基金。大部分 ETF 是一种被动型指数基金，其目的不是为了战胜市场，因此有巨大的费用优势。

美国的基金费率	平均费率（每年）
主动型基金	0.77%
指数基金	0.10%

数据来源：晨星

如上表所示，美国的主动型基金的费率是每年 0.77% 左右，而以追踪指数为目的的 ETF 的费率是每年 0.1% 左右。主动型基金的费率是 ETF 的费率的 8 倍左右。对于投资者来说，付出的费用越多，那么收到的回报也越少。

世界上最大的 ETF 管理集团，贝莱德集团抢占 ETF 市场份额的最有效的武器之一就是低费率。2016 年 10 月，贝莱德集团宣布降低该公司旗下约十多支 ETF 的费率。这些 ETF 包括：

- iShare core S&P 500 ETF: 费率从 0.07% 下降到 0.04%
- iShare core US Aggregate Bond ETF: 费率从 0.08% 下降到 0.05%

假以时日，广大投资者甚至可能可以看到零费率或者负费率的 ETF 也不是没有可能。

（3）和传统的公募基金相比，ETF 有巨大的税费优势。

当投资者卖出手中的 ETF 时，在法律上被视为赎回交换（in-kind exchange），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而和普通的卖出股票或者公募基金不同。也就是说，当投资者卖出自己手中的ETF时，ETF 经理不需要去市场上出售 ETF 下面的股票或者其他证券来筹集现金，这样就不会产生资本所得税。

而公募基金则不同。当公募基金的投资者提出赎回申请时，基金经理需要在市场上出售基金中的股票（或者债券等其他资产）来筹措现金应付赎回。在这个过程中，如果出售的资产是盈利的，那么这个公募基金就需要支付资本所得税。对于公募基金中的其他投资者来说，这有点不公平：因为当有投资者赎回该公募基金时，其他没有赎回的投资者受到了资本所得税的惩罚。

以 2015 年 Ishare 的 ETF 和美国公募基金的平均资本所得分配率为例作为对比，就可以看出 ETF 的税费优势。当年公募基金的资本所得分配率为 60% 左右，远远高于 ETF 的平均资本所得分配率（不到 10%），也就是说公募基金的投资者需要交比 ETF 投资者高得多的资本所得税。

（4）ETF 的另一大优势是其投资标的的透明度。按照美国证券法规定，ETF 需要每天披露其中投资的那些股票、债券或者其他资产成分，而公募基金只需要每季度（季度末以后两个月内）披露其中的资产成分。因此公募基金所披露的信息要远远低于 ETF 披露的信息，在透明度上远不如 ETF。

由于上面提到的这些优点，ETF 越来越受到众多投资者的青睐。举个例子来说，全世界最大的 ETF 基金经理是美国的贝莱德集团（Blackrock）。截至 2016 年 9 月底，贝莱德集团管理的资金规模达到了公司历史最高：5.12 万亿美元。在 2016 年第三季度，贝莱德集团管理的资产规模增加了 550 亿美元，其中的 93% 都流入了该公司管理的 ETF 产品。

12.2.2 ETF 的结构

ETF 的结构类似于公募基金。ETF 的股份单位（Unit）在证券交易所上自由流通，因此可以让每个投资者购买或者持有一部分的 ETF 股权。在美国，ETF 适用的监管法律和公募基金相同，ETF 不属于金融衍生品。

绝大部分 ETF 的目的是追踪一个指数。这个指数可以是股票指数、债券指数、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产信托指数或者其他指数。追踪指数的方法有以下几种：

（1）完全复制（Full Replication）。以 VOO 为例。Vanguard S&P500 Index ETF 完全按照标准普尔 500 指数，购买并且持有 500 只成员股票。所以购买 VOO 得到的回报，就是标准普尔 500 指数的回报扣去该指数基金的费率。完全复制的好处是 ETF 回报和指数回报最为接近。但是缺点是如果指数成员多（比如成百上千），那么 ETF 的经理需要做的工作会比较烦琐，包括买卖一些市值比较小的、流动性比较差的股票成员。

（2）优化复制（Optimized Replication）。优化复制是指 ETF 经理通过购买一些指数成员，在最大限度上复制指数回报。由于是优化操作，ETF 经理不一定要 100% 购买所有的指数成员。

HSBC MSCI AC Far East ex Japan UCITS ETF 用的就是优化复制的管理方法。该 ETF 追踪的指数是 MSCI AC Far East ex Japan Index。该指数有 123 个指数成员。但是该 ETF 经理未必需要买足每一个指数成员来复制指数回报。

优化复制的好处是可以不去买卖一些小股票，这样可以帮助投资者省一些交易费用。但缺点是复制不可能达到 100% 准确。

（3）虚拟复制（Synthetic Replication）。虚拟复制的意思是，ETF 经理并不真的去市场上购买那些指数中包含的股票或者其他资产，而是通过掉期（SWAP）的方法，来人工虚拟指数的回报。通常的虚拟复制做法，是 ETF 经理和一家银行签订一份掉期合约（Swap Agreement），双方约定 ETF 经理会获得指数回报（扣去费用），而另外一方则会付出指数回报。

Db x-trackers CSI300 UCITS ETF 就是一只典型的虚拟复制 ETF。该 ETF 并不需要去真的购买 300 只中国 A 股股票，但它可以给予投资者类似于沪深 300 指数的投资回报。

虚拟复制的优点是方便灵活，理论上只要有银行愿意成为对赌方，ETF 经理可以设计任何类型的 ETF 供投资者选择。缺点是其中有一个巨大的交易对手风险。因为虚拟的 ETF 并没有持有那些股票，那么如果掉期合约对手违约的话，这样的 ETF 就毫无价值了。同时，如果是虚拟复制的 ETF，那么投资者无法得到出租股票得到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的租金收入，因为 ETF 经理本来就没有购买那些股票。对于长期稳健型投资者来说，我的建议是不要购买虚拟型 ETF，只考虑投资完全复制或者优化复制的 ETF。

12.2.3 ETF 和股票的区别

ETF 兼备了公募基金和股票的优点。ETF 就像基金一样集合了很多投资者的资金，同时它又能像股票那样在证券交易所上面自由买卖和流通。投资者们在选购 ETF 时，和他们在选购股票时没什么两样，在电脑上输入代码就可以进行买卖。在欧美市场，ETF 和股票的交割大多遵从 T+3 规则，即在交易 3 天后交割。

但是在这背后，ETF 和股票有着本质区别。这两者最大的区别在于流通股份的创造和删减。对于一只股票来说，其市场上流通的总股数是由公司管理层制定的。比如某只股票一共有 1 亿股，那么这个市场上流通的总股数不会超过这个数。管理层也可以决定增发股票，或者回购股票。增发和回购都会影响市场上流通的总股数。

ETF 的流通股数（Unit Number）由特许经营商（Authorized Participant）进行管理。ETF 的基金经理（比如贝莱德，先锋等比较大的 ETF 经理）指定特许经营商（AP）来管理 ETF 的流通股数。这些特许经营商一般都是比较大的券商。投资者可以把他们想象成一个 ETF 股数供给的批发市场：每一次增加或者减少股数，都以 5 万，10 万甚至更多的股数为单位进行操作。

在批发市场上决定了 ETF 的总流通股数后，这些 ETF 被分发到零售市场，即证券交易所上供广大的投资者进行买卖交易。从特许经营商的角度来说，主要有两个原因来保证他们把总股数的数量管理在比较合理的水平。首先，当特许经营商看到 ETF 的市场交易价格和资产净值（Net Asset Value）有明显差异时，他们会有动机去创造或者消除流通股数，以获取差价套利（Arbitrage）。其次，特许经营商有责任保证市场上的 ETF 流通股数始终满足市场需求，同时也不会超额供给。这两个原因保证了证券交易所上流通的 ETF 数量正确反映了市场的真实供求。

特许经营商决定是否增发，或者删减 ETF 的股数，主要由市场上对该 ETF 的需求来决定。如果特许经营商看到市场上有更多的购买需求，那么他们就会基于 ETF

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的净值（Net Asset VAlue）来增发 ETF 股数，反之亦然。所以理论上，ETF 的供给量是无限的，因为只要有投资者需求，特许经营商就可以不断地增发 ETF 的股数。

12.2.4 ETF 和封闭式基金（Close end fund）的区别

ETF 和封闭式基金都像股票一样，可以在证券交易所上自由交易。两者的区别在于，ETF 是一个开放式基金，其流通股数可以基于市场的需求进行灵活的增加（Creation）和减少（Redemption）。而封闭式基金的总股数是固定不变的，这些流通股只能在投资者之间倒来倒去。

自从 2006 年开始，ETF 管理的资金规模每年的增长率大约在 20% 左右，而封闭式基金（CEF）的市场规模在 2008 年金融危机后大幅度缩水，后来也没有得到恢复。可见市场对于 ETF 的欢迎程度要远远高于封闭式基金。

12.2.5 ETF 特许经营商（AP）也有出错的时候

既然 ETF 的特许经营商在 ETF 的合理定价上发挥着至关重要的作用，那么一个很多投资者关心的问题就是：万一特许经营商（AP）发生失误怎么办？

AP 发生失误的情况非常少见，但也绝不是完全没有。在这里和大家分享一个例子。

2015 年 8 月 24 日星期一，美国股市一开市就大跌。刚开盘 5 分钟，标准普尔 500 指数就下跌 5% 左右。500 只美国市值最大的股票里，有 20 多只股票的下跌幅度达到了 20%。有 4 只跟踪标准普尔 500 指数的 ETF 下跌幅度达到了 20%。

事实上这些 ETF 的价格和它们的净值（NAV）相差甚远。在正常情况下，如果 ETF 的市场价格和 NAV 有差别，那么特许经营商（AP）就会介入，通过增加 / 减少 ETF 股数的方式去纠正这个“错误”，并且从中赚取套利差价。但是在 8 月 24 日那天，特许经营商没有能够及时行动，以至于上文提到的价差并没有在第一时间被弥补。这其中有很多原因，比如做空机制不够完善，熔断机制被激活以至于做市商无法及时评估 ETF 的最新净值和其中包含的那些股票的价值等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

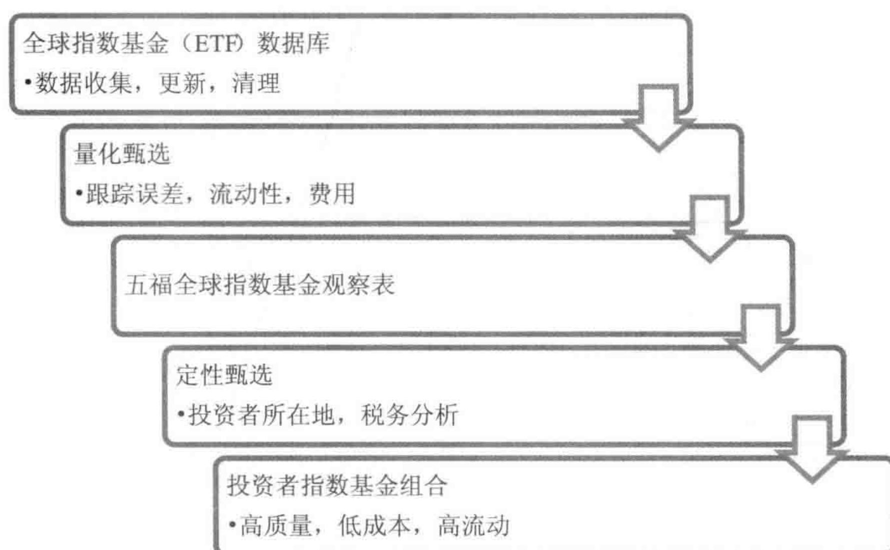
这次 ETF 价差波动给投资者的启示是：（1）避免在市场非常波动时交易，特别是不要使用市价单（Market Order）。（2）有时候可以考虑在远低于 ETF 的净值的价位放一个限价单（Limit Order），如果运气好的话，可能会以远低于净值的价格买到一些 ETF。

12.3 筛选指数基金的方法

下面举一个实际例子，说明如何通过指数基金进行资产配置。

12.3.1 五福资本指数基金筛选程序

在推荐之前，我想先说明一下我筛选指数基金的过程。从上图中我们可以看到，全世界大约有好几千个指数基金在世界各地上市。因此如何去粗取精，从这些指数基金中选取最适合自己的，是一门大学问。



我推荐的方法是层层推进，充分利用电脑程序的高效率筛选出最优的指数基金。首先我们采集并收编了一个全球指数基金数据库，这个数据库有专门的团队进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行收集清理和更新，保证其中的信息都是最新的。其次我们有一套内部的系统通过一系列量化标准来给这些指数基金评分并且排序。这些量化的标准包括基金费率、每天平均交易量、跟踪误差、法律风险、流动性等。

通过这些量化甄选后，我们会得出一个五福全球指数基金观察表。在这个观察表里，有大约 100 个指数基金。它们是符合我们的甄选条件、在评分排列系统里得分最高的 100 个指数基金。

基于五福全球指数基金观察表，我们会再分析投资者的所在地和税务情况，更进一步筛选出符合该投资者的最佳指数基金。由于不同的政府之间有不同的税务协议，影响到不同投资者被征收的预扣税不同，因此我们需要仔细分析每一个投资者的具体情况，来为他度身定制出税务最有效的投资组合。

12.3.2 如何筛选标准普尔 500 指数 ETF

下面我以投资者需要购买美国标准普尔 500 指数 ETF 为例来做一下具体分析。

ETF 名称	资产规模（2016 年 9 月，百万美元）	年费率（%）	追踪误差	过去 3 个月平均交易量（手）
VUSD LN Equity	12,955.36	0.07	5.87	708,946
CSPX LN Equity	14,493.96	0.07	6.11	172,715
HSPD LN Equity	1,935.28	0.09	6.37	168,215
SPY5 LN Equity	1,103.90	0.09	6.20	22,571
ZSP/U CN Equity	1,883.32	0.13	2.40	18,530
IVV US Equity	73,135.13	0.04	0.41	3,401,378
VOO US Equity	44,408.29	0.05	0.29	2,045,608
SPY US Equity	183,051.55	0.09	0.41	94,437,544
IDUS LN Equity	8,671.17	0.40	5.87	561,794.00

数据来源：五福资本

全世界各地证券交易所上上市的标准普尔 500 指数 ETF 至少有几十个。如果算上那些追踪标准普尔 500 指数的公募基金，那就更多了。因此我在上表中稍微挑选了一些资产管理规模比较大的标准普尔 500 指数 ETF。这些 ETF 的资产规模都超过 10 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在挑选 ETF 的时候，我们需要比较很多指标，比如 ETF 的资产规模、费率、追踪误差、流动性、安全性等。在上表中我挑选了几个比较重要的指标和大家分享一下如何进行比较。

上表已经将那些规模小的 ETF 过滤掉了。如果一个 ETF 的规模在 10 亿美元以上，那么对于投资者来说还是比较放心的。接下来我们再来比较这些 ETF 的费用。从费率上来讲，比较有竞争性的有以下几种。

名　称	费　用
IShare Core S&P 500 ETF IVV	0.04%
Vanguard S&P 500 ETF VOO	0.05%
IShare Core S&P 500 UCITS ETF CSPX	0.07%
Vanguard S&P 500 UCITS ETF VUSD	0.07%
SPDR S&P 500 ETF Trust SPY	0.09%

大家可以看到，这些最富竞争力的标准普尔 500 指数 ETF，主要都来自于全世界 ETF 最大的三家管理公司：贝莱德（Blackrock）、先锋（Vanguard）和道富（State Street）。所有这 5 只 ETF 的资产规模都在 100 亿美元以上，其中历史最悠久的 SPY 的规模更是达到了 1000 亿美元以上。

这些 ETF 的费率的竞争力，也可以从和国内的标普 500ETF 对比中显现出来。国内的美元投资者，可以选择购买博时标普 500ETF（513500），该 ETF 追踪的指数也是标准普尔 500 指数，和上面这些 ETF 一模一样。该 ETF 管理的资金规模为 2 亿人民币（约合 3000 万美元，截至 2016 年 6 月）。费率如下：基金管理费 0.6%，基金托管费 0.25%。也就是说每年的总费率为 0.85%。如果以先锋的 VOO 作为比较对象，那么博时标普 500ETF 的费率是海外 ETF 费率的整整 17 倍。

回到上面那五只 ETF，接下来我们还可以比较它们的追踪误差，在上面这张表中的 Tracking Err 一栏下面。从追踪误差来讲，我们应该尽量选择误差比较小的 ETF。从上表中我们可以看出，IVV, VOO 和 SPY 的追踪误差做得比较好。

同时我们还需要检验 ETF 的流动性。因为 ETF 就像股票一样，我们需要确保在自己想要卖出该 ETF 时，市场上有足够的流动性可以让我们卖出。流动性可以比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该 ETF 的买卖价格差（Bid/Ask Spread）以及过去一段时间的平均交易额（Average trading volume）。上面提到的 IVV, VOO 和 SPY 的流动性都不错。

在这些因素之外，我们还需要比较一些其他指标。限于篇幅我在这里就不再一一赘述了。在综合了上面提到的这些因素之后，我们可以将这些 ETF 排序，并选出最适合自己的投资品种。

12.3.3 预扣税的影响

在投资者对于 ETF 的选择过程中，有一个因素大家需要特别注意，那就是预扣税（Withholding Tax）对于投资者回报的影响。

首先介绍一下预扣税的定义：预扣税是一国政府在源头征收的一种所得税。该税收主要在非本国居民收到股票红利和债券利息时被征收。在这里大家需要注意几个重点概念：首先是该税收只针对非本国居民，比如居住在美国的美国人购买美国股票时就没有预扣税，而居住在中国的中国人购买美国股票则需要被扣除预扣税。其次是该税种主要针对股票的分红（Dividend）和债券的债息（Interest）。

一个居住在中国的投资者去购买美国上市的 ETF，那么他就会受到美国预扣税的影响。一般来说，如果和美国政府没有税务双边协定，那么标准的预扣税为 30%。根据目前中美之间的双边协定，中国投资者适用的美国预扣税税率为 10%。

10% 的预扣税对于投资者的影响有多大呢？举个例子来说，标准普尔 500 指数的红利率（Dividend Yield）为 2% 左右。那么一个中国投资者如果购买标准普尔 500 指数 ETF，他的回报就会被扣除 0.2% 左右。对于其他 ETF，这个道理也是类似的。ETF 发的股息越多，被扣除的预扣税就越多。

每个国家的预扣税税率都不相同。举个例子来说，如果 ETF 的注册地在德国，那么中国投资者需要支付的预扣税为 10%（分红）和 25%（债息）。如果 ETF 的注册地在爱尔兰或者卢森堡，那么预扣税税率为零。

照上面这个逻辑，是不是中国投资者都应该去购买注册地在爱尔兰和卢森堡的 ETF ？也不尽然。因为投资者需要分析该 ETF 的投资范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果在爱尔兰和卢森堡注册的 ETF 是一个欧洲地区的 ETF，那么根据欧洲国家之间的税务协定，这些 ETF 免去预扣税，因此任何外国投资者（包括中国投资者）购买该 ETF 时，就可以享受免预扣税的待遇。

但是如果该 ETF 投资的是美国的资产（比如标准普尔 500 指数），那么该 ETF 首先要按照爱尔兰和美国之间的税务协定，被扣除适用的预扣税。然后再根据爱尔兰和外国投资者之间的税务协定，扣除第二层预扣税（如果有任何税的话）。

根据美国和爱尔兰之间的税务双边协议，爱尔兰适用的预扣税税率为 15%。也就是说，一个标准普尔 500 指数 ETF，如果注册地在爱尔兰，那么它在分红时需要被美国政府扣除的预扣税税率为 15%。

然后如果一个中国投资者购买了在爱尔兰注册的这个 ETF，由于爱尔兰对中国投资者免预扣税，所以投资者需要支付的预扣税税率为 0%。因此加起来中国投资者需要支付的总预扣税为 15%。

下面我用一个具体的例子来帮助大家分析一下。

指数基金	Vanguard S&P 500 ETF（VOO）	Ishare Core S&P 500 UCITS ETF（CSPX）
基金注册地	美国	爱尔兰
投资者报税地点	中国	中国
基金总费用率	0.05%	0.07%
美国 - 基金注册地预扣税	0%	15%
基金注册地 - 投资者预扣税	10%	0%
投资者支付总预扣税	10%	15%

如上表所示，一名中国的投资者可以选择购买美国的 VOO，或者在爱尔兰注册的 CSPX（见上表）。这两个指数基金的差别非常小，在总费用率上差了 0.02%（CSPX 稍贵）。作为一个中国投资者，他需要支付的美国的预扣税为 10%，而他如果购买爱尔兰注册的 CSPX，那么基于美国和爱尔兰之间的税务协定，该基金会被扣除 15% 的预扣税。但是基于爱尔兰和中国之间的税务协定，在投资者层面的预扣税率为 0%。所以在计算时，我们需要把这些税率都加起来综合考虑。在上面这个例子中，中国投资者购买美国注册的 VOO 更加划算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金	Vanguard S&P 500 ETF （VOO）	Ishare Core S&P 500 UCITS ETF（CSPX）
基金注册地	美国	爱尔兰
投资者报税地点	新加坡	新加坡
基金总费用率	0.05%	0.07%
美国 - 基金注册地预扣税	0%	15%
基金注册地 - 投资者预扣税	30%	0%
投资者支付总预扣税	30%	15%

但是如果这是一位新加坡的投资者，那么情况就不同了。因为新加坡投资者需要支付的美国的预扣税为 30%（见上表），因此经过同样的比较，该新加坡投资者购买在爱尔兰注册的 CSPX 更加划算。所以说，对于不同的投资者而言，最适合他们的指数基金都不尽相同。

在经过了上面这些层层筛选和分析步骤之后，我们会挑选出满足这三个标准的指数基金投资组合：高质量，低成本，高流动性。

12.4 多资产全球配置

按照上面提到的甄选 ETF 的流程，投资者需要在各个不同的大类资产类别内选择最适合他自己的 ETF。我建议投资者需要包括的最重要的大类资产有：股票、短期政府债券、长期政府债券、防通胀债券、房地产信托。所有这些资产都应该覆盖全球发达国家和发展中国家，而不是仅限于某一国家。

那么在这些资产配置中我们应该对于不同的资产各配置多少权重呢？在这里我用五福全球配置策略作为例子和大家分享一下如何解决这个问题。

12.4.1 根据风险对资产分类

在进行具体的资产配置之前，首先需要将资产配置中的不同资产做一些大致的区分。在这里我将这些资产分为：偏风险资产、偏保守资产和无风险资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类　别	资　产	资　产
偏风险资产	股票	房地产信托
偏保守资产	长期政府债券	防通胀债券
兼有风险和保守的资产	公司债券	
无风险资产	短期政府债券	

数据来源：五福资本

偏风险资产主要包括股票和房地产信托。房地产信托由于在证券市场上上市，因此其波动率和股票接近。从历史上来看，这两个资产类型的风险相对都比较高。

偏保守资产主要包括长期政府债券和防通胀债券。从历史数据来看，政府债券的风险要远低于股票，当然其投资回报也要低得多。

关于公司债券在本书的第 7 章中曾专门展开解释。公司债券比较特殊，它兼有风险性和保守性，因为它其实承担了类似于公司股票的风险，同时它也有债券的属性。所以我将公司债券定义为兼有风险和保守属性的资产。

最后还有短期政府债券。在我们的资产配置模型中，遵从绝大部分学术研究的定义，将短期政府债券归入无风险资产的类别。

12.4.2　根据风险进行资产配置

在定义了资产的风险属性后，我们可以进一步设计适合投资者的资产配置方案。

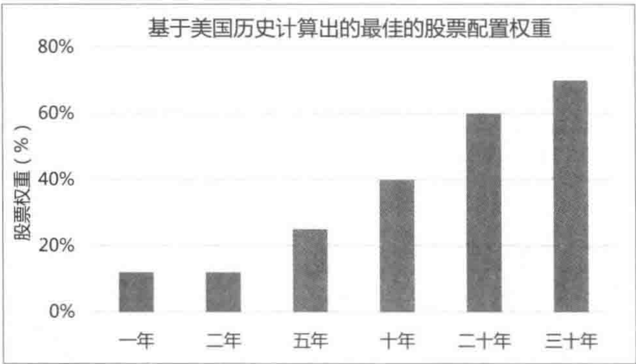
投资周期	五福配置 5 号	五福配置 10 号	五福配置 20 号
偏风险资产	25%	40%	60%
偏保守资产	75%	60%	40%

数据来源：五福资本

首先，根据投资者投资周期和风险偏好的不同，将配置策略分为三大类，从保守到激进，分别为五福配置 5 号、10 号和 20 号策略。大致来讲，越是保守的投资者，他们的投资周期越短，因此在其资产配置中应该购买更多的偏保守资产，而不宜配置过多的偏风险资产，因此五福配置 5 号更适合这种类型的投资者。相反，如果投资者的投资周期比较长，他的风险偏好比较高，他就可以配置更多的偏风险资产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此更适合五福配置 10 号或者五福配置 20 号。



数据来源：J. Siegel: Stocks for the long run, 2014.

为什么要在 5 号策略中配置 25% 的偏风险资产呢？这个配置逻辑主要来自于上一章节提到的基于美国和英国的股票和债券回报历史做出的分析。比如在上图中根据美国资产价格过去 200 年的历史做出的计算，如果投资周期为五年左右的话，那么投资者配置股票（偏风险资产）的最佳比例在 25% 左右。如果投资者的投资周期为 10 年，那么其股票的最佳配置为 40% 左右。而如果投资者的投资周期上升到 20 年，那么其最佳的股票配置为 60% 左右。五福配置 5 号，10 号和 20 号中偏风险资产的配置比重就是基于这些研究做出的。

12.4.3 根据自身来配置的投资策略（五福配置 5 号、10 号和 20 号）

在确定了不同资产配置策略中偏风险和偏保守的资产比例后，我们就可以帮助投资者制定更为详细的资产配置方案了。

资产 / 策略	五福配置 5 号	五福配置 10 号	五福配置 20 号
股票	20%	32.5%	55%
房地产信托	5%	7.5%	10%
长期政府债券	55%	42.5%	20%
防通胀债券	10%	7.5%	5%
公司债券	5%	5%	5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

资产 / 策略	五福配置 5 号	五福配置 10 号	五福配置 20 号
短期政府债券	5%	5%	5%
总和	100%	100%	100%

数据来源：五福资本

举个例子来说，在五福配置 5 号策略中，我们的目标是配置 25% 左右的偏风险资产和 75% 左右的偏保守资产。那么在上表中我们可以看到，在五福配置 5 号策略中我们配置了 20% 的股票，5% 的房地产信托和 5% 的公司债券。因此总的偏风险资产配置大约为 27.5% 左右。而总的偏保守资产配置大约为 72.5% 左右。

需要指出的是，资产配置的大致目标不是一个精确的数字，而是大致符合其背后的配置逻辑的区间概念。因此这个五福配置 5 号策略满足了上面提到的 25% 风险资产 /75% 保守资产的配置目标。在五福配置 10 号和 20 号产品设计中，我们也沿用了类似的逻辑。

12.5 资产再平衡和现金再投资

投资者需要注意的一点是，在完成了资产配置目标并买入自己心仪的资产后，我们的工作并没有结束。其中有两个比较重要的后续工作：资产再平衡和现金再投资。

12.5.1 资产配置再平衡

先来讲讲资产再平衡。比如说我们决定为自己配置五福 5 号策略。投资者需要面对的一个实际问题是：当我们在配置后的第一天买入这些资产后，由于每个资产的价格会随着市场波动而变化，因此配好以后的资产权重会发生变化。比如说，如果一个月以后股票市场大涨，那么在该资产配置策略中，股票的权重可能会从 20% 上升到 25%，而公司债券的权重可能会从 5% 下跌到 2%。

在这种情况下，投资者如果要保持自己的投资组合多元分散，就需要定期或者不定期地进行资产配置再平衡（Rebalancing），即在一定的条件下，将他投资组合中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产权重重新调整回原来的配置目标。

再平衡可以为资产配置投资者提供以下好处。

首先，从长期来看，股票的价格会上涨比较多，价格波动也比较大。因此如果一个资产配置没有再平衡，那么假以时日，该组合会有越来越高的股票配置，并且其波动率也越来越受股票波动率的影响。如果投资者想要保持一个真正多元分散的配置组合，那么他必须要对其资产组合进行再平衡。

其次，再平衡可以强迫投资者将高价的资产卖出、低价的资产买入。这样低买高卖可以帮助提高投资者的投资回报。

关于如何优化资产配置再平衡程序，很多人都研究过这个问题。大致来讲，比较常见的再平衡方法有以下几种。

- 定时再平衡：每个月、季度或者每年进行资产配置再平衡。
- 动态不定期再平衡：当某一个资产组成的权重发生超过一定程度的偏离时，启动再平衡系统，将整个资产组合再平衡到原来的目标配置。
- 定时加动态再平衡：将上述两个标准结合起来的一种稍微复杂一些的再平衡方法。

五福资本设计了一个三资产模型（标准普尔 500，美国债券，全球债券），针对1988—2015 年的历史数据，对比了不同再平衡方法的效果。

1988—2015 年	年波动率	最大回撤
购买并持有	13.92%	45.7%
定期再平衡（每年一次）	11.7%	39.95%
定期再平衡（每半年一次）	11.71%	39.87%
定期再平衡（每季度一次）	11.74%	38.63%
定期再平衡（每月一次）	11.69%	39.87%
动态再平衡（5%）①	11.47%	34.05%
动态再平衡（10%）	11.89%	41.14%
动态再平衡（20%）	11.88%	34.54%
动态再平衡（25%）	12.15%	39.56%
动态再平衡（30%）	11.83%	35.47%

① 任何一项资产权重偏离目标配置 5% 以上时，系统自动启动再平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

1988—2015 年	年波动率	最大回撤
定期 + 动态再平衡（20%+ 每年一次）	11.99%	40.41%
定期 + 动态再平衡（25%+ 每年一次）	11.9%	36.7%
定期 + 动态再平衡（30%+ 每年一次）	11.86%	35.09%

数据来源：五福资本

从上面的分析结果中我们可以发现，各种不同的再平衡方法都提升了投资者资产组合的质量，即降低了该投资者资产组合的风险（年波动率）和最大回撤的幅度。

那么在这么多不同的再平衡方法中我们应该选择哪一种呢？根据对比可以发现，不同的再平衡方法对于资产组合的质量提高幅度是类似的，也就是说不管是定期再平衡，还是动态再平衡，或者定期加动态再平衡，它们对于资产组合的质量提升效果在伯仲之间，没有什么显著区别。

在这种情况下，我对投资者的建议是采取最简单的再平衡策略，即每年定期再平衡一次。因为再平衡涉及的交易规则越简单，交易次数越少，投资者可能发生误差的可能性越小，付出的交易费用也越少。因此每年定期再平衡一次就足够了。

12.5.2 现金再投资

要提高自己资产配置的回报，投资者需要做的另外一件事是再投资。在一个全球性的多资产配置组合中，投资者会不定期收到不同的现金流收入，主要来自于指数基金分发的现金红利和利息。要想获得最大的回报，投资者应该尽量减少账户中的现金余额，将这些多余的现金及时再投资到他的配置策略中。这样才能保证每一个美元都不被闲置，发挥钱生钱的最大功用。

12.5.3 历史回测业绩

如果按照这样的逻辑去设计我们的配置策略，我们的投资者可以获得怎么样的回报呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995.1–2016.5（21 年）	五福配置 5 号	五福配置 10 号	五福配置 20 号	明晟全球股票全回报指数
年回报	5.79%	6.15%	6.56%	5.89%
年波动率	4.56%	5.69%	8.78%	15.44%
夏普比率	1.27	1.08	0.75	0.38
最大回撤	18.8%	27.1%	41.3%	57.9%

数据来源：五福资本，彭博社。上表显示回报是扣除费用后的净回报，假设年管理费 0.4%。

上表显示的是从 1995 年 1 月到 2016 年 5 月的对于五福配置 5 号，10 号和 20 号的历史回测结果与明晟全球股票全回报指数相对比的分析。

以五福配置 5 号为例，在过去 21 年中，该策略给予投资者的年回报为 5.79% 左右，年波动率为 4.56% 左右，因此夏普比率为 1.27。五福配置 10 号和 20 号由于其偏风险资产配置比率更高，因此其回报也更高。当然，由于其波动率也更高，因此夏普比率反而比五福配置 5 号更低。

所有三种配置方案的回报都接近或者超过全球股票给予投资者的回报，但是它们的波动率都要远小于股票市场。对于投资者来说，这应该是他们最想追求的投资目标之一：即以低于股票市场的风险，获得接近或者超过股票市场的回报。

同时，三种配置策略的最大回撤也都要远小于全球股票的最大回撤（57.9%）。这样的多资产组合能够减少投资者在金融危机时的损失，让他们对自己的投资组合更有信心，减少紧张和压力。

值得一提的是，上表中五福配置 5 号的夏普比率比较高的原因之一是在过去 30 年我们经历了一个债券大牛市。这在世界各国百年的历史上比较罕见，并不是普遍情况。没人知道接下来的 30 年债券是否会持续给投资者如此好的回报，因此投资者在选择资产配置方案时，还是应该更多的遵从更长时段的历史证据，防止自己的判断被“后视镜偏见”过分影响。

很多中国的投资者朋友对于国际资产配置有很大的兴趣。但是市场上有成百上千的各种不同的基金和理财产品，如何选出最适合自己的配置策略，或者自己动手实现海外资产配置，是广大朋友们最为关心的问题之一。通过上面的分享，我希望可以给大家一些有用的信息。我们应该时刻牢记以“证据主义”为中心的投资哲学，坚持“控制成本”，“有效系统”和“长期坚持”这三大投资原则，用知识武装自己，帮助自己和自己的家人做出最为理性的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先我要感谢我的太太和我的父母。其次我要感谢我的朋友：Olivier Bonavero 和 Thomas Porter。没有我的家人和我的朋友们的支持，我不可能完成本书。我也要感谢我的同事 Daniel Tay，和电子工业出版社的刘伟先生，他们在本书的写作过程中给了我很多帮助。

由于金融行业的高速发展，我们的投资者面对的是一个犹如大商场那样琳琅满目的金融超市。那么在这么多选择面前，我们应该如何做出理性的选择？我们应该如何判断产品的优劣？在这么多大型的职业机构面前，我们每一个个人投资者都那么微不足道，没有任何信息和资金优势。那么作为一个投资圈内的弱者，我们应该如何保护自己的利益呢？

这就是我要写这本书的第一个原因。金融行业的本质，是为广大投资者提供有价值的金融服务。但是一些违背道德甚至是法律的做法，在损害投资者利益的同时，也让整个金融行业蒙羞。像巴菲特等一些投资大师，对基金经理收费过高，金融行业是否真正为投资者创造价值等问题长期以来一直持有高度批评的态度。而在这鱼龙混杂的大市场里，投资者唯一能做的保护自己的措施，就是加强自我教育，用知识和证据主义来武装自己，通过尽职调查来抵御“金玉其外，败絮其中”的金融产品的诱惑。同时，投资者也需要去粗取精，在反复研究和比较之后选择最适合自己的金融服务。

我写本书的第二个原因，是我感觉很多投资者需要一套行之有效的投资哲学和方法来帮助他们做出正确的投资决策。

我提倡的投资哲学，就好像龟兔赛跑中那个小乌龟。为了赢得比赛，小乌龟为自己设定的策略系统很简单：专心致志，心无旁骛地不停向前跑。不管是刮风下雨，或者各种诱惑，它都不为所动。小乌龟不去和兔子硬拼速度，而是充分发挥自己耐久力长的优点，通过长期坚持来赢得比赛。对于小乌龟来说，更重要的是合理分配体力，在最大程度上控制消耗，这就好比投资中的成本控制。在短期内，成本控制的作用可能对于投资者来说没那么明显。但是假以时日，累计的投资成本支出足以对一个投资者的投资回报产生本质性的影响。把控制成本、有效系统和长期坚持这三个原则结合并付诸实践，就是小乌龟能够战胜兔子的秘密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特说过：投资很简单，但也不容易。投资不是一百米赛跑，而是一场马拉松。为了我们自己，为了我们心爱的家人，我们需要储蓄，需要选择合理的金融产品并制定一套行之有效的投资策略来实现自己的理财目标。希望我的读者们能从本书中获取对自己有价值的知识和方法，提高自己的财商，成为人生的赢家。

伍治坚于新加坡

2016 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在如今中国的金融投资市场，有大约3,000多家公募基金，外加20,000多家私募基金，因此即使中国市场不如美国市场那么有效，它也比大多数人想象的要更加有效。治坚这本书再一次适时地提醒我们牢记投资中的经典理论，防止自己坠入“瞎投资”陷阱。

澳大利亚墨尔本大学经济管理学院管理营销系，李白（James Riady）讲席教授
亚洲经济商务中心主任，吕文珍

“是时候考虑海外资产的配置了！”这已经成为中国中产家庭和高净值人士的共识。然而，“工欲善其事，必先利其器”。伍治坚先生所著《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》就是一本让大家做好海外资产配置准备工作的必读书。

香港中文大学商学院终身教授，香港中文大学创业研究中心主任，马旭飞

作为一个前审计师，一个前上市公司CFO、资深投资者，读完这本书也有颇多感悟。那些投资者易犯的错误正是我曾经犯过或现在仍明知故犯的。书中引用大量的证据表明个人投资者试图通过择时择股等主动投资策略来战胜市场而到头来仍然跑输指数，这很让人绝望但又无法拿出相反的证据进行反驳。也许在我们彻底放弃主动投资之前，通过阅读本书获得启发，引入一些资产配置，长线持有，多元分散及再平衡等理念到个人的投资体系，可以提高一点以弱胜强的概率。

资深投资人，童思侃

当下的中国经济，究竟是1980年的日本，还是1989年的日本，也许我们谁也不知道。但是，各位聪明谨慎的投资者需要冷静分析。掌握大众心理，领先大众一步，这本书正是拨开云雾的起点。

香港理工大学管理及市场学系副教授，刘武

诺奖获得者丹尼尔·卡尼曼的研究说人有两个系统，系统1负责直觉和快速决策，而系统2负责监督和理性。伍治坚先生的这本《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》可以帮你的大脑建立投资领域的系统2，使你在投资中克服小样本偏见，避免随波逐流，看破投资决策中的各种陷阱。

浙江大学管理学院教授，陈熹

多年的培训经验让我看到，投资者强烈的主观意识将自己的弱点长期暴露在市场面前，导致其长期在博弈中扮演弱势群体的角色，而又无时无刻地渴望着反败为胜。本书倡导的证据主义，能够帮助投资者理性地认清自己的优势和短板，并用通俗易懂的语言，探索投资世界的广阔领域，堪称打开财富宝箱的关键密钥。

证券市场红周刊·红学堂



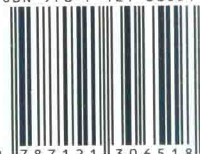
WOODSFORD CAPITAL

證劵市場红週刊 | 红学堂 INVESTMENT SCHOOL



责任编辑：刘 伟
封面设计：侯士卿

上架建议：金融投资



ISBN 978-7-121-30651-8
9 787121 306518
定价：59.80元